

BANCO DE ESPAÑA

INFORME ANUAL 1978

JULIO 1979

Signos utilizados

- ... Dato no disponible.
- Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
- » Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.
- 0 Referido a datos anuales (19700) o trimestrales indica que éstos son medias de los datos mensuales del año o trimestre y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que éstos son medias de los datos diarios de dichos periodos.
- * Indica que la serie se refiere a datos desestacionalizados.
- m. m. Miles de millones de pesetas.
- p Puesta detrás de una fecha [enero (p)] indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra indica que únicamente ésta es provisional.
- M_1 Oferta monetaria = Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
- M_2 M_1 + Depósitos de ahorro.
- M_3 Disponibilidades líquidas = M_2 + Depósitos a plazo.
- T_1^1 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie de datos mensuales $\left[\left(\frac{\text{Feb}}{\text{Ene}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con medio mes de desfase respecto a la cifra utilizada como numerador en el cálculo.
- T_1^3 Tasa intermensual de variación, elevada a tasa anual, de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Feb} + \text{Mar} + \text{Abr}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^{12} - 1 \right] 100$. Centrada con un mes y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.
- T_3^3 Tasa intertrimestral de variación, elevada a tasa anual de una serie mensual formada por medias móviles trimestrales $\left[\left(\frac{\text{Abr} + \text{May} + \text{Jun}}{\text{Ene} + \text{Feb} + \text{Mar}} \right)^4 - 1 \right] 100$. Centrada con dos meses y medio de desfase respecto a la última cifra utilizada en el cálculo.



INDICE

CAPITULO I

ECONOMIA INTERNACIONAL	11
1. Evolución general de la economía internacional	12
1.1. Los países industriales	12
1.2. Los países en vías de desarrollo	17
2. Los desequilibrios por cuenta corriente y su financiación	19
3. Los mercados de cambio	22
4. Los problemas de la economía mundial en 1979	32

CAPITULO II

LA ECONOMIA ESPAÑOLA	37
1. Producción	41
1.1. El sector primario	42
1.2. Industria, excluida construcción	49
1.3. Construcción	54
1.4. Servicios	59
2. Demanda	60
2.1. Demanda interna	61
2.2. Exportaciones e Importaciones de bienes y servicios	68
2.3. La política económica y la demanda global	69
3. Precios y Costes	73
4. Utilización de los factores productivos: el empleo	85
5. La economía española en 1979	94
5.1. Los primeros meses de 1979 y perspectivas	97
5.2. Algunos problemas de la economía española	115

CAPITULO III

LA BALANZA DE PAGOS EN 1978	131
1. La balanza de pagos por cuenta corriente	132
1.1. La balanza comercial	135
1.2. Las balanzas de servicios y transferencias	147
2. La balanza de pagos por cuenta de capital	150
3. La evolución del tipo de cambio de la peseta	154

CAPITULO IV

EL SECTOR PUBLICO	163
1. Las administraciones públicas	163
2. Ejecución presupuestaria del Estado	168
2.1. Saldo presupuestario	169
2.2. Los gastos no financieros	170
2.3. Los ingresos no financieros	173
2.4. Operaciones financieras	176
3. Ejecución presupuestaria de la Seguridad Social	177
3.1. Los ingresos	178
3.2. Los gastos	183
3.3. Déficit financiero	192
4. Ejecución presupuestaria de otros organismos públicos	193
5. Los presupuestos iniciales del sector público para 1979	194
5.1. El presupuesto del Estado	195
5.2. El presupuesto de la Seguridad Social	197
5.3. Presupuestos de otros organismos de las administraciones públicas ..	200

CAPITULO V

LA POLITICA MONETARIA	203
1. Los objetivos de la política monetaria	203
2. Principales rasgos de la evolución monetaria	211
3. El desarrollo de la política monetaria	224
4. Instrumentación del control de los activos líquidos del sistema bancario	230
5. El proceso de expansión del sistema bancario	245
6. Algunos problemas generales de la política monetaria	256
6.1. Objetivos alternativos de la política monetaria	257
6.2. Las interrelaciones entre la balanza de pagos y política monetaria	266

CAPITULO VI

LA FINANCIACION DE LA ECONOMIA	273
1. El sistema crediticio	274
1.1. Captación de recursos por las entidades de crédito	279
1.2. Trasvases de recursos entre entidades crediticias	298
1.3. Inversiones de las entidades de crédito	303
1.4. Otras entidades de crédito	314
2. El mercado de valores	316
2.1. Emisiones del sector público	318
2.2. La colocación de emisiones públicas	322
2.3. Emisiones del sector privado	325
2.4. La colocación de las emisiones privadas	332
2.5. El mercado secundario de valores	336
3. La financiación exterior	344
4. La financiación del sector público	349
5. La financiación del sector privado	353

ANEXO LEGISLATIVO

NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO Y LA POLITICA MONETARIA	357
1. Coeficiente de caja de la banca y las cajas de ahorro	357
2. Depósitos obligatorios remunerados de bancos y cajas en el Banco de España	358
3. Redescuento ordinario	359
4. Bonos del Tesoro	361
5. Coeficiente de inversión de la banca	364
6. Inversiones obligatorias de las cajas de ahorro	366
7. Coeficiente de financiación a medio y largo plazo de los bancos comerciales e industriales	369
8. Emisión de títulos de renta fija	370
9. Establecimiento en España de la banca extranjera	372
10. Sector exterior	374
APENDICE ESTADISTICO	381

CAPITULO I

ECONOMIA INTERNACIONAL

Al finalizar el año 1978, la economía mundial no había logrado aún superar plenamente la grave recesión de 1974 y 1975 y adentrarse en una nueva fase de crecimiento firme; y las perspectivas para 1979, que sólo eran moderadamente optimistas en un principio, se han visto afectadas, más tarde, por la crisis de Irán y sus consecuencias en el campo energético.

La reanimación de la actividad en 1976 perdió fuerza en el año siguiente y, salvo en los Estados Unidos, donde se había alcanzado aproximadamente, el pasado año, el techo de utilización normal de los recursos productivos, el crecimiento económico de 1977 y 1978 no consiguió reducir el desempleo y el grado de subutilización de la capacidad instalada en los países industriales. Como resultado de esta mediocre evolución de las economías industriales, el comercio mundial ha continuado avanzando con lentitud, alentando el proteccionismo y deteriorando la relación real de intercambio de los países en vías de desarrollo, quienes han tenido que aceptar importantes aumentos en su endeudamiento exterior para mantener tasas positivas de crecimiento real.

La debilidad de los ritmos de actividad no ha conducido, sin embargo, a una reducción apreciable de la tasa media de inflación de los países industriales. Es cierto que dicha tasa media —en torno al 7 % en 1976-1978— oculta un dispar comportamiento de los precios entre Estados Unidos y el resto de las economías avanzadas, puesto que en aquel país la tasa de inflación ha tendido a reanimarse a medida que su economía se acercaba al techo de la capacidad productiva; pero en los demás países industriales la débil evolución de la demanda y la actividad sólo ha conseguido reducir la velocidad de la inflación en dos puntos porcentuales entre 1976 y 1978.

Sólo la estructura de los saldos de las balanzas de pagos por cuenta corriente ha vuelto a presentar un esquema análogo al anterior a la crisis energética, sin que esto excluya la persistencia de importantes desequilibrios. Los países exportadores de petróleo han visto reducido su superávit agregado a unos 9.000 millones de dólares en 1978, desde la cota máxima de 68.000 millones registrada en 1974; las economías industriales han restablecido un importante excedente por cuenta corriente en 1978 y los países en vías de desarrollo han tenido que afrontar un abultado déficit para defender tasas aceptables de crecimiento en un contexto internacional adverso. Dentro del grupo de países industriales, sin embargo, la balanza de

pagos por cuenta corriente de los Estados Unidos registró un fortísimo saldo negativo —expresión de sus mayores tasas de actividad e inflación— cuya contrapartida fueron los elevados excedentes de Alemania y Japón. Y ello fue el fundamento de la notoria inestabilidad cambiaria que, teniendo como principal protagonista un dólar en proceso de depreciación, obligó a las autoridades monetarias a reconocer la necesidad de una política más activa de intervención en los mercados de cambios. El rápido crecimiento del endeudamiento exterior, ya muy elevado, de los países en vías de desarrollo continúa introduciendo, por su parte, importantes elementos de riesgo en las perspectivas de unos mercados financieros internacionales que continúan presentando una liquidez muy abundante.

Las previsiones elaboradas para 1979 al cerrarse el pasado año eran, en general, relativamente optimistas. No se esperaba que la tasa agregada de crecimiento real de los países industriales fuera superior en 1979 que en 1978, pero se preveía una estructura más equilibrada y capaz, en consecuencia, de introducir correcciones en algunos de los más graves problemas registrados el año anterior. La economía de Estados Unidos reduciría su ritmo de crecimiento frenando así la aceleración de sus precios; las economías europeas reforzarían, por el contrario, su tasa de expansión haciéndola compatible con una modesta caída de la tasa de inflación; y todo ello conduciría a una corrección importante de los desequilibrios de las balanzas de pagos por cuenta corriente dentro del grupo de los países industriales.

La crisis de Irán, la subsiguiente incertidumbre de los mercados y la posterior elevación adicional introducida en el precio de los crudos por los países exportadores de petróleo afectaron a las previsiones iniciales en un sentido negativo en la medida que aparecía un nuevo factor de estímulo a la inflación y empeoraba el panorama de las balanzas de pagos. Las previsiones iniciales de crecimiento real no resultaron, en un principio, demasiado afectadas; sin embargo, las decisiones posteriores de reducción de la producción por parte de los países exportadores de petróleo implican una grave amenaza para las expectativas de la economía mundial a corto y a medio plazo.

1. EVOLUCION GENERAL DE LA ECONOMIA INTERNACIONAL

1.1. Los países industriales

Las estimaciones disponibles sitúan el crecimiento real del P.N.B. de los **países industriales** entre un 3,5 % y un 3,7 % en 1978, tasa similar a la

registrada en 1977. Tras la fuerte inflexión de la actividad en 1974-1975, expresión de la crisis de la energía y de los efectos de las políticas económicas restrictivas orientadas a reducir la inflación y los desequilibrios exteriores, las economías industriales experimentaron una notable reactivación en 1976 que no ha conducido, con posterioridad, al sostenimiento de una tasa de expansión vigorosa.

Las tasas agregadas ocultan, desde luego, una importante disparidad de comportamiento entre las economías de Estados Unidos, por un lado, y las economías europeas, por otro, con Japón situado en una posición intermedia. En Estados Unidos, tras la reactivación de 1976, la demanda interior ha continuado pulsando con intensidad y la economía se ha aproximado progresivamente al techo de la plena utilización de los recursos productivos. En el segundo semestre de 1978 la economía americana no disponía ya, prácticamente, de margen alguno de subutilización de la capacidad instalada en el sector manufacturero y la tasa de paro había descendido por debajo del 6 % —desde un máximo del 9 % alcanzado a mediados de 1975—, situándose en una zona que, dadas las características del mercado laboral, la estructura demográfica y las condiciones del seguro de desempleo en Estados Unidos, puede ser calificada actualmente como de «pleno

CUADRO I-1

Países industriales: producción y precios

Tasas de variación anual

	Media anual 1962-72	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979 (a)
P.N.B. EN TERMINOS REALES:								
Países industriales	4,6	6,1	0,1	-0,9	5,3	3,8	3,7	3,5
Canadá	5,5	7,5	3,6	1,3	5,5	2,7	3,5	3,6
Estados Unidos	3,9	5,5	-1,4	-1,3	5,7	4,9	3,9	2,7
Japón	10,3	10,0	-0,5	1,4	6,5	5,4	5,7	5,0
Francia	5,6	5,4	2,8	0,3	4,6	3,0	2,9	3,4
Rep. Fed. Alemana	4,5	4,9	0,4	-2,0	5,7	2,6	3,4	4,0
Italia	4,6	6,9	4,2	-3,5	5,7	1,7	2,5	4,0
Reino Unido	2,9	6,9	-2,0	-1,5	3,0	1,7	3,2	2,1
Otros países	4,6	4,9	3,4	-1,8	3,8	1,5	2,1	2,8
DEFLACTOR DEL P.N.B.:								
Países industriales	4,1	7,3	11,9	11,0	7,1	6,9	7,0	7,6
Canadá	3,6	9,2	15,3	10,7	9,7	6,9	6,9	8,0
Estados Unidos	3,5	5,8	9,6	9,6	5,2	5,9	7,4	8,5
Japón	4,9	10,9	20,1	8,6	5,5	5,7	4,7	4,5
Francia	4,5	7,8	11,6	13,2	9,9	8,7	10,3	9,4
Rep. Fed. Alemana	4,0	6,1	6,9	6,7	3,3	3,6	3,9	4,0
Italia	5,0	11,9	17,6	17,4	17,7	18,3	13,0	13,6
Reino Unido	5,2	6,7	15,3	27,4	14,9	13,1	11,2	12,5
Otros países	5,2	7,8	9,7	11,1	7,6	6,9	6,0	4,4

FUENTE: F.M.I., O.C.D.E. y Banco de España.

(a) Previsión.

empleo». En las demás economías industriales, por el contrario, las demandas internas han continuado su lenta evolución, se ha mantenido una importante subutilización de la capacidad productiva, que se estima, en promedio, de un 13-14 % en el sector de manufacturas en 1978, y las tasas de paro han aumentado incluso respecto de los altos niveles registrados durante la fase más intensa de la recesión en 1975.

Durante el año 1978 han apuntado, sin embargo, algunas tendencias hacia un desarrollo más equilibrado y convergente dentro del grupo de los países industriales. Por una parte, la economía de Estados Unidos ha moderado su tasa de crecimiento real (4,9 % en 1977, 3,9 % en 1978) como resultado, principalmente, de haberse alcanzado el techo del producto potencial. Por otra, Alemania ha acentuado el ritmo de avance de su actividad (2,6 % en 1977, 3,4 % en 1978), aunque sólo en el segundo semestre y tras una evolución decepcionante en el primero, como consecuencia de la adopción de una política económica más expansiva y de una cierta reanimación de la inversión privada. Finalmente, Japón ha elevado también su tasa de crecimiento (5,4 % en 1977, 5,7 % en 1978) con ayuda de los gastos gubernamentales y de una política monetaria algo más expansiva, de modo que la mayor presión de la demanda interna ha compensado con creces la caída de la demanda exterior resultante de la revaluación del yen.

Estas tendencias convergentes se mantendrán en 1979. La economía de Estados Unidos continuará la desaceleración de su ritmo de crecimiento real —aunque la tasa de expansión de los últimos meses de 1978 fue aún sorprendentemente alta— como consecuencia de los límites impuestos por la senda del producto potencial y, sobre todo, como resultado de la adopción de una política monetaria más restrictiva. Los componentes de la demanda interna que han registrado mayores avances en los últimos años han sido, por este orden, la construcción de viviendas, el consumo privado y las inversiones en capital fijo. La política monetaria restrictiva y la elevación consiguiente de los tipos de interés afectarán a todos ellos, aunque se espera que actúen con más intensidad sobre la construcción de viviendas y la demanda de bienes de consumo duradero. Existen, en estos momentos, previsiones bastante diversas sobre el ritmo al que se producirá la desaceleración de la economía americana: desde las que esperan que la desaceleración será relativamente suave a lo largo del año hasta las que anuncian tasas de crecimiento negativas y una recesión apreciable en el segundo semestre del año. Tales disparidades provienen, en buena medida, de apreciaciones diversas sobre el impacto de la política monetaria sobre la construcción de viviendas y sobre la demanda de bienes duraderos de unos consumidores cuyo endeudamiento global ha alcanzado cotas muy elevadas. Las previsiones más optimistas señalan que los intermediarios finan-

cieros que proporcionan fondos de préstamo a la construcción de viviendas han logrado, en esta ocasión y a diferencia de lo ocurrido en etapas similares, defender bien sus recursos frente al alza de los tipos de interés merced a la generación de pasivos de alta liquidez; y que el endeudamiento de los consumidores es menos elevado de lo que parece cuando se tiene en cuenta el ritmo de constitución de nuevos hogares en los últimos años. Para el conjunto del año, las previsiones sobre el crecimiento del producto nacional real de la economía norteamericana en 1979 se sitúan entre un 2 % y un 3 %.

CUADRO I-2

Tasas de paro en los países industriales

% sobre población activa

	1977	1978	1978 tercer trimestre (*)
Canadá	8,1	8,3	8,1
Estados Unidos	6,9	5,9	5,7
Japón	2,1	2,4	2,3
Alemania	3,6	3,5	3,4
Francia	5,2	5,3	5,7
Italia	7,1	7,2	7,2
Reino Unido	6,8	6,8	6,6

FUENTE: O.C.D.E.

El conjunto de las economías de la C.E.E. avanzará un 3,5 % en 1979 frente al 3,0 % registrado en 1978. Italia es el país del grupo al que las previsiones atribuyen una mayor expansión en el año (4,5 % frente al 2,6 % de 1978). En Alemania, el P.N.B. crecerá en 1979, en torno a un 4 % en términos reales, impulsado principalmente por la construcción de viviendas y la recuperación de la inversión productiva del sector privado, favorecida por una mejora en los márgenes de beneficio de las empresas. Este último factor actuará también expansivamente en Japón, junto con el incremento del consumo privado y el apoyo de los gastos públicos, haciendo posible una tasa de crecimiento real del orden del 5 % en 1979, a pesar del descenso previsible en el excedente exterior. En general, la mayor parte de los demás países industriales mejorarán ligeramente sus tasas de crecimiento real en 1979, permitiendo que, para el conjunto del grupo, se compense la pérdida de ritmo de Estados Unidos y se mantenga una tasa agregada de crecimiento real similar a la del pasado año.

Por lo que se refiere a la inflación de los países industriales, cabe decir que si bien se ha producido una mejora sustancial respecto de la situación inmediatamente posterior a la aparición de la crisis energética (el deflactor

agregado general del P.N.B. ha reducido su tasa de crecimiento anual desde el 13,5 % en 1974 al 7 % en 1978), toda la mejora se ha concentrado en el período 1974-1976 sin continuidad posterior apreciable. Aquí también, sin embargo, las cifras agregadas ocultan dispares evoluciones nacionales. Es especialmente importante el hecho de que los precios se han acelerado considerablemente en Estados Unidos a medida que la economía se aproximaba al techo de la plena utilización de los recursos productivos, de modo que la tasa anual de inflación ha pasado, entre los segundos semestres de 1976 y 1978, del 5 % al 8 % en términos del deflactor general del P.N.B. y ha llegado hasta el 11 % en términos de precios al consumo. En el resto de los países industriales, el largo período de lento crecimiento sólo ha llevado a un descenso de la tasa media global del 8,5 % al 6,5 % en el mismo período; pero las reducciones de los ritmos de inflación han sido muy variadas de un país a otro —presentando mayor intensidad en países como Gran Bretaña, Italia y, en menor medida, Suecia, donde la situación inflacionista anterior era más intensa— y las disparidades de las tasas de inflación entre las naciones continúan siendo muy fuertes. No hay que esperar, para 1979, y especialmente tras las nuevas elevaciones de los precios del petróleo, reducciones en la tasa media de inflación de los países industriales. Por el contrario, los deflactores generales del P.N.B. y de la demanda de consumo avanzarán apreciablemente —tal vez hasta un punto porcentual— tanto en Estados Unidos como en el conjunto de los países de la C.E.E.

El grupo de **países en fases medias de desarrollo** —que incluye a España junto a otros países mediterráneos, Finlandia, Irlanda, Austria, Nueva Zelanda y Sudáfrica— ha venido demorando sus ajustes desde 1974 y registrando bajas tasas de crecimiento, crecientes niveles de desempleo y fuertes déficit por cuenta corriente. En los últimos años ha aumentado el número de países del grupo que han decidido políticas de saneamiento económico cuyos resultados han sido descensos en las tasas de inflación y en los desequilibrios exteriores, aunque también nuevos aumentos en las tasas de desempleo. Los resultados obtenidos, aunque todavía frágiles, permitirán a algunos países del grupo (España, Australia, Sudáfrica, Finlandia) incrementar sus ritmos de crecimiento real en 1979, con lo que la tasa global de crecimiento del grupo pasará, según las previsiones disponibles, del 2,8 % en 1978 al 3,6 % en 1979, al tiempo que se reduce ligeramente la tasa media de inflación. Otros países del grupo que aún padecen graves dificultades económicas continuarán registrando, sin embargo, muy débiles ritmos de actividad.

1.2. Los países en vías de desarrollo

La evolución de las economías de los países en vía de desarrollo continúa reflejando la brusca modificación introducida en las relaciones reales de intercambio por el encarecimiento de los crudos de petróleo, así como las reacciones de los países ante la nueva situación internacional.

Los miembros del grupo, numeroso y heterogéneo, de los **países en vías de desarrollo importadores de petróleo** han venido luchando, en los últimos años, con el fuerte empeoramiento registrado en sus relaciones reales de intercambio, que les ha impuesto una reducción del producto nacional disponible para absorción por el consumo y la inversión interiores, si querían mantener un mismo volumen de importaciones, o les ha obligado a aceptar fuertes aumentos en su endeudamiento exterior como medio de evitar parcialmente esa compresión de la absorción interior de recursos reales. Los duros ajustes impuestos por tan compleja operación se han traducido, en general, en bajas tasas de crecimiento real —netamente inferiores a las registradas en la etapa anterior a la crisis de la energía— y en tasas de inflación muy elevadas.

La capacidad de los diversos países del grupo de reanudar un proceso de expansión sostenida ha dependido de su decisión de introducir a tiempo los ajustes requeridos. Esto ha ocurrido, en primer lugar, en los países asiáticos que, después de desarrollar políticas de contención monetaria y saneamiento, estuvieron en condiciones de iniciar una nueva fase de fuerte expansión a partir de 1975. La tasa de inflación de este grupo de países se ha situado por debajo del 6 % y su ritmo de crecimiento real ha sido cercano al 6 %. En los países latinoamericanos, las políticas de saneamiento económico se han demorado más, lo que explica el mantenimiento de tasas globales de inflación superiores al 40 % anual —afectadas, especialmente, por las experiencias de Argentina, Chile y Uruguay— y ritmos medios de expansión real poco superiores al 4 %. La experiencia global de los países africanos no es muy distinta de la latinoamericana, aunque tanto las tasas de inflación como los ritmos de crecimiento real son considerablemente más bajos.

Las tardías políticas estabilizadoras de los países latinoamericanos y las políticas de saneamiento recientemente adoptadas por un buen número de países africanos prometían una reducción de las tasas medias de inflación de los países en vías de desarrollo y abrían la posibilidad de tasas de crecimiento real algo más altas en ambas regiones económicas. Sin embargo, las recientes alzas en los precios del petróleo suponen un nuevo empeoramiento de la relación real de intercambio de este grupo de países cuya tasa

de expansión, en términos reales, difícilmente superará, en 1979, el 5,2 % registrado globalmente en 1978.

Los **países exportadores de petróleo** se lanzaron a ambiciosos programas de desarrollo económico a partir de las posibilidades que les deparó la elevación del precio de los crudos en 1974. Sin embargo, las políticas económicas fuertemente expansivas condujeron a una aceleración de las tasas de inflación, agravadas por los estrangulamientos registrados en los sistemas de producción y distribución. Las políticas económicas de contención monetaria y moderación de la inflación adoptadas en 1975 y 1976 han permitido una sustancial reducción de su tasa media de inflación en 1978 (13 %,

CUADRO I-3

Países en vías de desarrollo: producción y precios

Tasas de variación anual

	Prome- dio 1967-72	1973	1974	1975	1976	1977	1978
P.N.B. EN TERMINOS REALES:							
Países exportadores de petróleo	9,0	10,7	8,7	0,3	12,4	6,7	5,3
Países en vías de desarrollo, no exportadores de petróleo:	6,1	7,3	5,3	3,9	4,8	4,7	5,0
en África	5,1	2,9	5,9	2,4	4,7	2,9	3,7
en Asia	4,9	7,8	2,7	6,2	5,8	6,0	5,7
en América Latina	6,8	8,1	7,7	2,6	4,5	4,3	4,7
en Oriente Medio	6,4	5,1	0,2	5,9	3,6	5,1	6,6
PRECIOS AL CONSUMO:							
Países exportadores de petróleo	8,0	11,2	17,0	19,0	16,1	15,5	13,0
Países en vías de desarrollo, no exportadores de petróleo:	10,1	22,1	33,0	32,4	31,6	32,2	20,9
en África	5,0	8,8	18,6	17,8	19,3	27,4	19,4
en Asia	5,4	14,9	28,1	9,9	0,7	8,4	4,9
en América Latina	15,9	30,8	40,9	54,8	62,7	51,0	33,9
en Oriente Medio	4,0	13,1	21,7	21,2	14,6	17,5	15,4

FUENTE: F.M.I.

frente a 15,5 % en 1977, en términos de precios al consumo) y una moderación en la tendencia al déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente observada en algunos países del grupo. Paralelamente, se ha reducido la tasa de crecimiento real, que ha descendido, para el grupo en su conjunto, desde casi un 13 % en 1976 hasta un 6,7 en 1977 y un 5,3 % en 1978. Las previsiones iniciales para 1979 situaban la tasa de crecimiento real en un 4 % —con un avance de la tasa de inflación—, pero la situación de Irán, las irregularidades surgidas en la producción de crudos y la nueva elevación de los precios de los mismos han introducido importantes factores de incertidumbre sobre el comportamiento de este grupo de países en el año.

2. LOS DESEQUILIBRIOS POR CUENTA CORRIENTE Y SU FINANCIACION

El comercio mundial en términos reales ha avanzado, desde 1973, a la modesta tasa media anual del 4,3 %, menos de la mitad de la registrada en el período 1962-1972. Tras la reactivación de 1975, el volumen del comercio mundial sólo ha aumentado un 4,5 % en 1977 y un 5 % en 1978. La causa básica de esta lenta evolución de los intercambios es el bajo ritmo de actividad y, por consiguiente, de crecimiento de las importaciones de los países industriales; y como, según se ha indicado en el epígrafe anterior, no hay razones para pensar que dichos ritmos se aceleren de modo considerable, en 1979, tampoco las hay para esperar que el volumen del comercio mundial aumente más de un 5 % en este año.

CUADRO I-4

Balanza de pagos por cuenta corriente

Miles de millones de dólares							
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979 (a)
Países de la O.C.D.E.	9,6	-27,6	0,2	-18,5	-27,0	6,0	-1,8
Canadá	0,1	- 1,5	-4,7	- 3,8	- 3,9	- 4,6	-4,7
Estados Unidos	-0,4	- 5,0	11,5	4,2	-15,3	-16,0	-9,0
Japón	-0,1	- 4,7	-0,7	3,8	10,9	16,6	5,9
Francia	-1,0	- 6,6	-0,6	- 6,0	- 3,3	4,1	3,9
Alemania	4,4	9,7	3,9	3,7	3,7	8,1	7,5
Italia	-2,5	- 8,1	-0,6	- 2,7	2,3	6,2	5,8
Reino Unido	-2,2	- 8,3	-3,6	- 2,0	0,5	0,5	2,0
Suiza	0,3	0,2	2,6	3,5	3,4	5,0	4,7
Países exportadores de petróleo (OPEP)	7,8	59,5	27,2	36,5	-29,0	6,0	22,5
Países en vías de desarrollo	-6,2	-23,3	-37,5	-25,5	-23,0	-36,5	-45,8

FUENTE: F.M.I. y O.C.D.E.

(a) Previsión.

El lento avance de la actividad de los países industriales y la mejora de su relación real de intercambio con el resto del mundo, y especialmente con los países exportadores de petróleo, explican que la estructura de los saldos de las balanzas de pagos por cuenta corriente, por grandes grupos de países, haya sido, en 1978, relativamente similar a la existente antes de la crisis de la energía —aunque el déficit de los países en vías de desarrollo fuera mucho más abultado—. El excedente global de los países exportadores de petróleo, que alcanzó los 60.000 millones de dólares en 1974, ha sido de tan sólo 6.000 millones de dólares en 1978 debido a la lenta evolución de la demanda mundial de petróleo y al fuerte aumento de la compra de bienes y servicios de dichos países. Como contrapartida, los países de la O.C.D.E. han transformado su déficit por cuenta corriente de 1974 (27.600 millones de dólares) en un excedente de 6.000 millones en 1978. En fin, los países en

vías de desarrollo han situado su déficit por cuenta corriente en unos 37.000 millones de dólares (23.000 en 1974), cifra que no ha encontrado, en general, graves dificultades de financiación, aunque ha impuesto una grave carga de riesgo en los mercados financieros internacionales.

En el interior de estos grandes grupos de países se han presentado, sin embargo, serias dificultades por lo que respecta a la estructura de sus pagos exteriores.

Dentro del grupo de los **países de la O.C.D.E.**, tales dificultades se han planteado con las tres economías de mayor dimensión: Estados Unidos, Alemania y Japón. En Estados Unidos, donde, como ya se ha indicado, la demanda efectiva ha aumentado su presión hasta las proximidades de la plena utilización de los recursos productivos, el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente se ha situado en 16.000 millones de dólares en 1978, nivel ligeramente superior al registrado el año anterior. Alemania, por su parte, registró un excedente por cuenta corriente de 8.100 millones de dólares en 1978, casi 5.000 millones superior al observado en 1977 y reflejo de su lento ritmo de actividad. Japón, en fin, mostró un superávit corriente de 16.600 millones de dólares en 1978, superior en unos 6.000 millones de dólares al registrado el año anterior. Estos fortísimos desequilibrios en las cuentas corrientes, reforzados por salidas netas importantes de capital a largo plazo en Estados Unidos y por voluminosas entradas netas de capital a largo plazo en Alemania, explican las fuertes perturbaciones de los mercados de cambios, cuyos protagonistas han sido un dólar declinante y un yen y un marco alemán bajo continuas presiones revaluatorias. Aún habría que añadir, a este respecto, el excedente de 5.000 millones de dólares en la balanza corriente de Suiza.

Las importantes mejoras registradas en los saldos de las balanzas de pagos por cuenta corriente de los países de la O.C.D.E. en 1978 (mejoras cuya cuantía agregada es de unos 33.000 millones de dólares) tienen su lógica contrapartida en el deterioro de los correspondientes saldos por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo y de los países en vías de desarrollo no exportadores de crudos (deterioros de unos 23.000 y 13.000 millones de dólares, respectivamente).

El descenso en el excedente corriente de los **países exportadores de petróleo** en 1978 se ha debido al estancamiento de los precios y la débil demanda de crudos, por una parte, y al aumento tanto del volumen como de los precios de sus importaciones, por otra. El empeoramiento del saldo por cuenta corriente ha afectado a todos los miembros del grupo, pero en los países con mayor capacidad de absorción de importaciones (Irán, Venezuela, Nigeria, Argelia, Indonesia), el excedente, que ya se había anulado en

1977, ha dejado paso a un déficit agregado de casi 11.000 millones de dólares en 1978; entre tanto, los países con baja capacidad de absorción han registrado un excedente de 17.000 millones de dólares (27.000 en 1977). Ello explica que aunque el grupo, en su conjunto, ha hecho colocaciones netas en los países desarrollados y en los mercados de euromonedas por un total de unos 14.000 millones de dólares y ha concedido préstamos y ayudas a los países en vías de desarrollo por unos 8.000 millones en 1978, ha tomado, al mismo tiempo, préstamos netos por un total de unos 11.000 millones de dólares en el año.

El aumento del déficit por cuenta corriente de los **países en vías de desarrollo no exportadores de petróleo** en 1978 se debió tanto a un incremento de sus importaciones como a un empeoramiento de su relación real de intercambio. El saldo agregado negativo de 36.500 millones de dólares (que incluye la recepción de transferencias oficiales por unos 11.000 millones de dólares) no encontró, sin embargo, graves dificultades de financiación. Según el F.M.I., las entradas netas de capitales públicos a largo plazo se elevaron a unos 12.500 millones de dólares en 1978, las entradas netas de capitales privados a largo plazo aportaron unos 27.000 millones de dólares (de los que 21.000 fueron préstamos bancarios), con lo cual los países en vías de desarrollo, tomados en su conjunto, pudieron cubrir su déficit corriente e incrementar aún sus reservas exteriores en unos 11.500 millones de dólares durante el año.

Ahora bien, las cifras agregadas para el conjunto de los países en vías de desarrollo ocultan importantes disparidades dentro del grupo. Los países africanos registraron casi una cuarta parte del déficit total por cuenta corriente del grupo, lo cual está fuera de toda proporción con su importancia económica relativa; sufrieron tensiones financieras exteriores graves, encontraron dificultades para obtener recursos exteriores y tuvieron, de hecho, que perder reservas para financiar su fuerte déficit regional. Los países latinoamericanos recibieron, por el contrario, una alta proporción del crédito bancario concedido a los países en vías de desarrollo durante el año y pudieron aumentar sus reservas exteriores. Los países asiáticos, en fin, incrementaron a buen ritmo, tanto sus exportaciones como sus importaciones, no sufrieron dificultades financieras exteriores y pudieron mejorar también su nivel de reservas en 1978.

Al iniciarse el año 1979, y después de acordada por la OPEP la elevación de precios de los crudos en el año, las previsiones disponibles señalaban un aumento del excedente exterior por cuenta corriente de los países exportadores de petróleo, un mantenimiento del saldo positivo agregado de las balanzas por cuenta corriente de los países industriales al nivel aproximado

de 1978 y un incremento importante en el saldo corriente negativo del grupo de países en vías de desarrollo. El mantenimiento del excedente agregado de los países industriales ocultaría la compensación entre un empeoramiento de su posición frente a los exportadores de petróleo —como consecuencia del encarecimiento de este producto— y una mejora de su posición respecto a los países en vías de desarrollo no exportadores de petróleo, cuya relación real de intercambio registraría un nuevo retroceso en 1979. Dentro del grupo de los países industriales se registraría una mejora de los desequilibrios con una reducción del déficit corriente americano y un descenso de los excedentes corrientes de Alemania y Japón, resultado tanto de la menor disparidad entre los ritmos relativos de expansión real como de los efectos de las variaciones cambiarias sobre el grado de competitividad relativa de sus bienes y servicios respectivos.

La posterior evolución de los acontecimientos en Irán, las incertidumbres surgidas respecto de la oferta de crudos en el año y la subsiguiente elevación adicional del precio del petróleo han afectado a las previsiones iniciales para 1979. Se prevé que el excedente de los países exportadores de petróleo se eleve hasta unos 22.500 millones de dólares; y que, como contrapartida, desaparezca el excedente de los países de la O.C.D.E. hasta convertirse en una cifra ligeramente negativa y el déficit de los países en vías de desarrollo aumente hasta 45.800 millones de dólares. Se mantendrá la tendencia esperada a un mayor equilibrio de los pagos dentro del grupo de países industriales, previéndose una reducción del déficit corriente de Estados Unidos hasta unos 9.000 millones de dólares y un descenso de los excedentes corrientes de Alemania y Japón hasta 7.500 y 6.000 millones, respectivamente. Las transferencias oficiales y, sobre todo, los préstamos facilitados por unos mercados financieros sobrados de liquidez permitirán atender, sin graves problemas, las necesidades de financiación exterior de los grupos de países deficitarios. Sin embargo, bastantes países en vías de desarrollo continuarán padeciendo graves dificultades en su situación financiera exterior, y aumentarán aún más los ya graves riesgos que pesan sobre los mercados financieros internacionales. En 1979 la deuda exterior de los países en vías de desarrollo alcanzará una cifra superior a los 250.000 millones de dólares (74.000 millones en 1970) y el servicio de deuda se acercará a los 40.000 millones (9.000 en 1970).

3. LOS MERCADOS DE CAMBIOS

En el análisis de la evolución de los mercados cambiarios durante 1978 y el primer trimestre de 1979 pueden distinguirse dos períodos claramente diferenciados cuya divisoria se sitúa en el comienzo de noviembre de 1978,

coincidiendo con la fecha de adopción del último plan de medidas en apoyo del dólar. Hasta ese momento, la trayectoria de los mercados estuvo caracterizada por la pérdida casi continua de posiciones de la divisa americana en relación con las europeas más fuertes y el yen japonés, fenómeno que, con diversas alternativas, venía produciéndose desde mediados de 1976. Las razones básicas que explican la continuidad de este proceso de deterioro del dólar ya se han indicado en los epígrafes anteriores y se resumen en la dispar evolución de la actividad entre Estados Unidos y los restantes países industriales: mientras aquéllos registraban una intensa y creciente presión de la demanda efectiva sobre la capacidad productiva disponible, los últimos mantenían ritmos lentos de actividad; y esta disparidad también se expresaba en el comportamiento relativo de los precios, con una tendencia al alza en la tasa de inflación de Estados Unidos y un suave descenso en el conjunto de los demás países industriales. Unase a todo ello la dificultad encontrada por las autoridades americanas para reducir la factura de las compras de petróleo, y se explicará la acentuación de los déficit en las balanzas comercial y por cuenta corriente de Estados Unidos, frente a la tendencia al excedente de las cuentas exteriores de la mayoría de los otros países industriales, con Alemania y Japón a la cabeza.

CUADRO I-5

Valor frente al derecho especial de giro de las principales monedas (0)

	Unidades nacionales por DEG				Variaciones porcentuales (a)				
	28-30 de junio de 1976	Ultima semana de diciembre de 1977	30-31 de octubre de 1978	Ultima semana de marzo de 1979	Respecto de junio de 1976			Respec. dic. 1977	
					Diciem. 1977	Octubre 1978	Marzo 1979	Octubre 1978	Marzo 1979
Dólar USA	1,1458	1,2114	1,3491	1,2874	- 5,42	-15,07	-11,00	-10,21	-5,90
Yen japonés	340,4370	291,4000	239,1265	267,4166	16,83	42,37	27,31	21,86	8,97
Franco suizo	2,8264	2,4544	2,0064	2,1706	15,16	40,87	30,21	22,33	13,07
Libra esterlina	0,6446	0,6371	0,6448	0,6265	1,18	- 0,03	2,89	- 1,19	1,69
Marco alemán	2,9504	2,5645	2,3374	2,4004	15,05	26,23	22,91	9,72	6,84
Franco belga	45,4623	40,0424	36,6362	37,9465	13,54	24,09	19,81	9,30	5,52
Florín holandés	3,1353	2,7805	2,5268	2,5913	12,76	24,08	20,99	10,04	7,30
Franco francés	5,4351	5,7215	5,3807	5,5253	- 5,01	- 1,01	- 1,63	6,33	3,55
Lira italiana	964,5095	1,058,1800	1,064,0950	1,080,5625	- 8,85	- 9,36	-10,74	- 0,56	-2,07
Peseta	77,7916	98,2011	91,0886	88,4308	-20,78	-14,60	-12,03	7,81	11,05

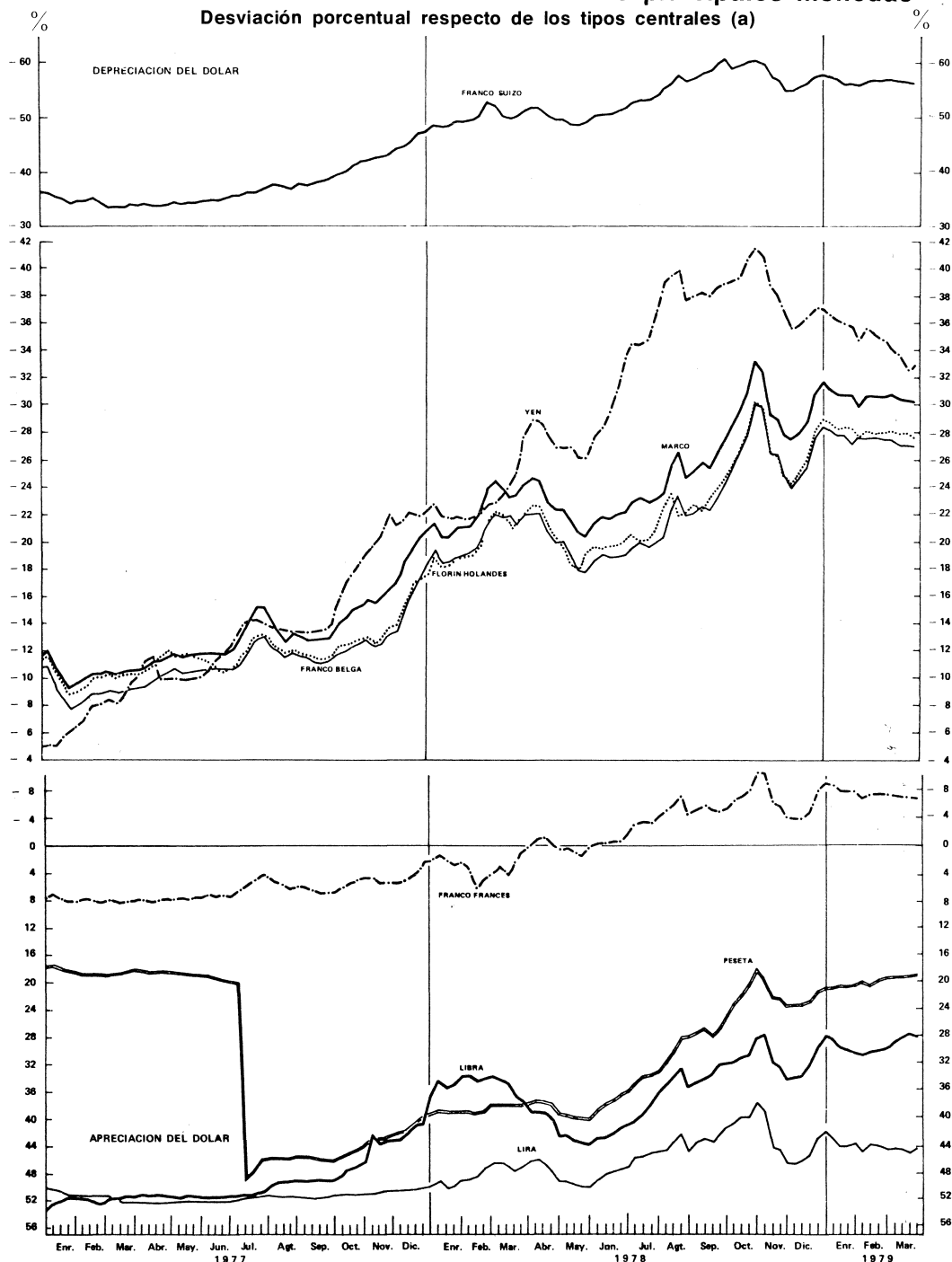
FUENTE: Banco de España.

(a) Apreciación (+) depreciación (-) de cada moneda frente al DEG.

A medida que, con el transcurso del tiempo, los desequilibrios se mantenían o acentuaban, los mercados se fueron haciendo más pesimistas respecto al futuro de la divisa americana. Ello trajo consigo la acentuación de un doble fenómeno que explica, en parte, las bruscas sacudidas de las cotizaciones en los momentos de crisis: por un lado, los operadores se situaron en una

Cotización al contado del dólar frente a las principales monedas

Desviación porcentual respecto de los tipos centrales (a)



(a) Medidas semanales.

Valor frente al dólar USA de las principales monedas (0)

	Unidades nacionales por dólar				Variaciones porcentuales (a)				
	28-30 de junio de 1976	Ultima semana de diciembre de 1977	30-31 de octubre de 1978	Ultima semana de marzo de 1979	Respecto de junio de 1976			Respec. dic. 1977	
					Diciem. 1977	Octubre 1978	Marzo 1979	Octubre 1978	Marzo 1979
Yen japonés	296,7250	240,0700	176,9150	209,5400	23,60	67,72	41,61	35,70	14,57
Franco suizo	2,4670	2,0270	1,4860	1,6920	21,71	66,02	45,80	36,41	19,80
Libra esterlina	1,7776	1,9070	2,0926	2,0678	7,28	17,72	16,33	9,73	8,43
Marco alemán	2,5736	2,1160	1,7317	1,8676	21,63	48,62	37,80	22,19	13,30
Franco belga	39,6470	33,0310	27,1315	29,5400	20,03	46,13	34,21	21,74	11,82
Florín holandés	2,7350	2,2930	1,8758	2,0146	19,28	45,80	35,76	22,24	13,82
Franco francés	4,7413	4,7230	3,9958	4,2981	0,39	18,66	10,31	18,20	9,89
Lira italiana	841,0600	873,7800	788,5450	839,7100	- 3,74	6,66	0,16	10,81	4,06
Peseta	67,8925	81,0660	67,5185	68,1980	-16,25	0,55	-0,45	20,06	18,87

FUENTE: Banco de España.

(a) Apreciación (+) depreciación (-) de cada moneda frente al dólar USA.

posición claramente vendedora de dólares y, además, dada la incertidumbre reinante, limitaron sus operaciones a lo imprescindible, agudizando la estrechez del mercado. La depreciación del dólar en el año y medio anterior a 1978 (1), por otra parte, lejos de haberse traducido en una mejora de la balanza de pagos de Estados Unidos, había introducido un componente alcista en la evolución de los precios interiores de este país que se situaban en franca desventaja respecto de los de Alemania y Suiza, donde los exportadores pudieron hacer frente a las pérdidas de competitividad que les suponía la apreciación de sus monedas gracias a un buen comportamiento de sus precios internos. Al mismo tiempo, el cuantioso déficit presupuestario previsto para 1978 en Estados Unidos incrementó las expectativas inflacionistas respecto de dicho país, con los consiguientes efectos depresivos sobre el dólar USA.

Desde el comienzo de 1978 la actividad de las autoridades monetarias más directamente implicadas estuvo encaminada a atajar estos desequilibrios mediante una serie de medidas que, si en un principio pudieron calificarse de tímidas, fueron haciéndose progresivamente más decididas, en respuesta a los fuertes brotes especulativos que se fueron sucediendo a medida que avanzaba el año, hasta desembocar en el plan de medidas del 1 de noviembre antes citado. Así, en los meses de enero y marzo de 1978 se incrementaron los acuerdos «swap» entre el Bundesbank y la Reserva Federal, al tiempo que ésta última instrumentaba diversas líneas adicionales de intervención en los mercados de cambio para sostener su divisa. Por otro

(1) El valor del dólar en términos de derechos especiales de giro (D.E.G.) se situaba a comienzos de 1978 alrededor de un 6 % por debajo de su nivel a mediados de 1976.

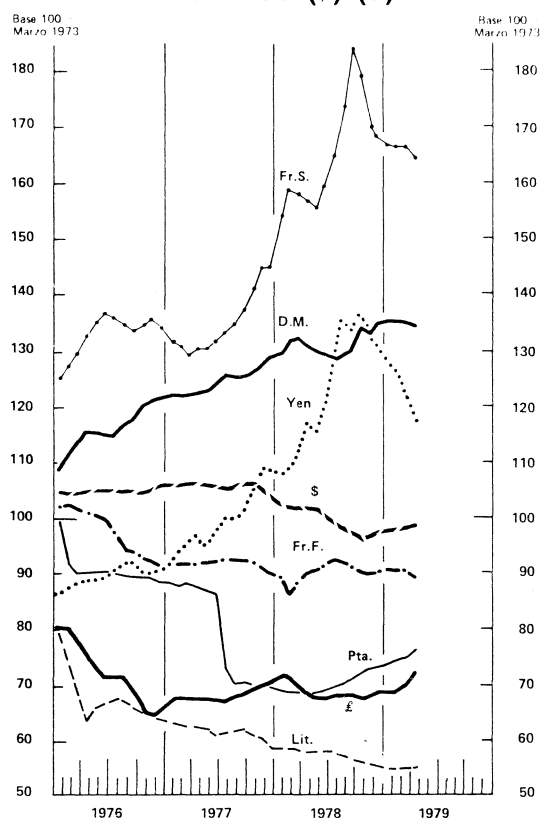
lado, la política monetaria de las autoridades americanas se fue endureciendo a lo largo del año en un intento de combatir la inflación, mientras que, por el contrario, en Alemania y Japón los deseos de propiciar una mayor reactivación —o las presiones recibidas en ese sentido— determinaron la adopción de medidas fiscales y monetarias que, en el caso de estas últimas, condujeron a una caída de los tipos de interés de dichos países. En este sentido, a la par de lo que estaba sucediendo en el mercado monetario americano, el tipo oficial de descuento fue elevado por la Reserva Federal en cuatro ocasiones en los diez primeros meses de 1978, hasta alcanzar en octubre un valor del 8,5 % frente al nivel del 6 % en que había terminado el año anterior. Siguiendo el fenómeno inverso, en Alemania, Japón y Suiza el precio oficial de dinero de situó, en fechas diversas, en cotas mínimas históricas del 3 %, 3,5 % y 1 %, tras diversas reducciones por parte de las autoridades monetarias respectivas. Como consecuencia de ello, el diferencial de los tipos de interés fue colocándose en el transcurso de 1978 cada vez más a favor de las inversiones en dólares, lo cual, en otras circunstancias, debería de haberse traducido en un fuerte apoyo para esta moneda. A punto ya de terminarse el primer período objeto de análisis, el Congreso de los Estados Unidos aprobó un proyecto de ley sobre la energía, acontecimiento que fue seguido por el establecimiento de un plan antiinflacionista con medidas fiscales y la instauración de unas pautas de limitación voluntaria de precios y salarios.

El hecho de que, a pesar de las medidas emprendidas (1) y de esta

(1) Hay que señalar, a este respecto, que buena parte de los operadores calificó de tímido el contenido de dichas disposiciones.

GRAFICO I-2

Posición efectiva de las principales monedas (0) (a)



(a) Índices de la apreciación o depreciación media ponderada de cada moneda respecto de las de un grupo de quince países. Los tipos de cambio utilizados son los del mercado de Nueva York. Las variaciones de los tipos de cambio se ponderan en base al comercio mutuo de manufacturas en 1976. Medias geométricas.

FUENTE: Morgan Guaranty Trust: «World Financial Markets».

evolución divergente de los tipos de interés, la divisa americana se viese sometida a una gran debilidad en los primeros diez meses de 1978 se explica como resultado de las expectativas de depreciación que se habían creado en torno a esa moneda por la gran desconfianza existente entre los participantes en el mercado no sólo acerca de la posibilidad de orientación de la economía americana en el sentido preciso, sino posiblemente también, en un principio y como algo heredado del año anterior, respecto de la voluntad real de las autoridades estadounidenses de estabilizar su divisa. Por otra parte, los datos que se fueron sucediendo en ese período, aún cuando iban permitiendo pensar en una tendencia hacia la reducción del desfase de actividad —especialmente a partir del final del verano— entre Estados Unidos y Europa, ponían también de manifiesto la debilidad de la misma y la continuación de los fuertes desequilibrios de balanza de pagos y precios.

En este contexto tan sensibilizado, la aparición de factores ocasionales (1) provocó bruscas salidas de fondos del dólar USA hacia las monedas europeas más sólidas y el yen japonés, que derivaron en fuertes oscilaciones en los tipos de cambios. Las autoridades monetarias se vieron obligadas a intervenir de forma masiva comprando elevadas cantidades de dólares que pasaron a engrosar sus reservas dando lugar, por otro lado, a una aceleración, en muchos casos indeseada, del ritmo de crecimiento de sus magnitudes monetarias internas. Al mismo tiempo, los países más directamente afectados endurecieron las medidas de control de cambios en el sentido de frenar las entradas de capital extranjero, desplazando de forma paulatina la especulación de unas monedas a otras.

En determinados momentos, la tensión provocada por la caída del dólar USA se hizo particularmente fuerte en el seno de la «serpiente» europea, donde las monedas copartícipes con el marco alemán se vieron incapaces de seguir el alza de éste y, por lo tanto, de mantener las cotizaciones dentro de los márgenes establecidos, pese a las cuantiosas intervenciones realizadas. Como consecuencia, hubo de procederse a un reajuste de paridades en dos ocasiones, la primera de las cuales afectó sólo a la corona noruega, que se devaluó en un 8 % en el mes de febrero. En octubre, y como resultado del desplazamiento de la especulación hacia el marco alemán provocado por el endurecimiento de los controles de cambios en Suiza, la devaluación alcanzó a las cuatro monedas siendo, en esta ocasión, de un 2 % la cuantía en que fueron devaluados el franco belga y el florín holandés y del 4 % la de las coronas noruega y danesa.

(1) Entre ellos, pueden citarse como más importantes, el retraso en la aprobación por el Congreso de los Estados Unidos de la ley sobre la energía, las diversas noticias y rumores en torno a la subida del precio del petróleo o el abandono de su fijación en dólares, así como sobre la ampliación de la serpiente europea, la publicación de datos económicos negativos para la recuperación del dólar y, finalmente, la decepción ante los resultados de las numerosas reuniones internacionales que tuvieron lugar en el año.

Todas estas medidas, sin embargo, no consiguieron impedir que la oferta de dólares continuase presionando con gran intensidad hasta finales del mes de octubre, momento en el que esta divisa había perdido, en términos de DEG, más de un 10 % respecto de su valor a finales de 1977 y un 15 % sobre el de mediados de 1976. Considerada de forma individual frente a cada moneda, la cotización del dólar se encontraba, respecto de la situación existente al concluir el año 1977, depreciada frente a la mayoría de ellas en cuantías diversas, cuyos puntos máximo y mínimo estaban marcados por el 36 % del franco suizo y el yen japonés y el 10,8 % de la lira italiana; porcentajes que, para el período comprendido entre junio de 1976 y octubre de 1978, se convierten en un 66 %, 68 % y 7 % para cada una de las monedas antes citadas (véanse cuadros I-5 y I-6).

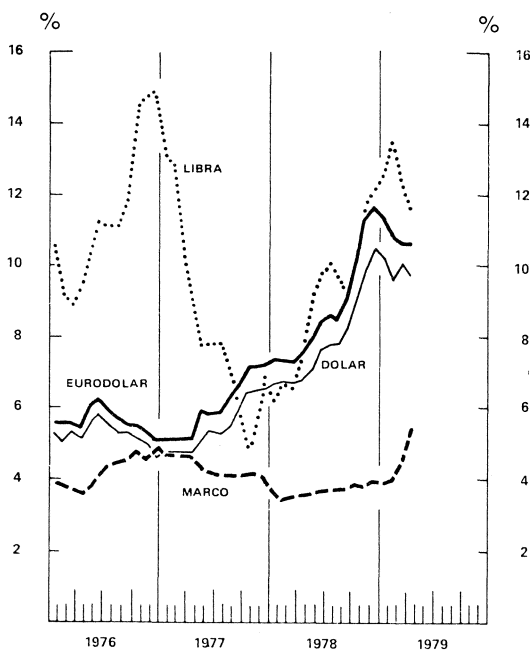
Ante la situación de deterioro general existente en los mercados de cambios, cuyas repercusiones en el interior de las economías estaban poniendo en serios aprietos la consecución de los objetivos internos buscados por las políticas económicas recientemente adoptadas, las autoridades americanas, después de consultar a las de los principales países implicados, adoptaron un conjunto de medidas que fue dado a conocer el 1 de noviembre. Las nuevas disposiciones, que no eran sino una ampliación o refuerzo de otras similares acordadas a lo largo del año, se dirigían, en síntesis, a endurecer aún más la política monetaria de los Estados Unidos y a incrementar hasta 30.000 millones de dólares el fondo de intervención de ese país en apoyo de su moneda. Dentro de las primeras, la Reserva Federal aumentó el tipo oficial de descuento del 8,5 % al 9,5 %, su máximo nivel histórico. Por su lado, la ampliación de las posibilidades de movilización de fondos en monedas fuertes por parte de las autoridades americanas se distribuía de la siguiente manera: diversos incrementos, que totalizaron 7.600 millones de dólares, en los acuerdos de crédito mutuo («swap») existentes entre la Reserva Federal y los bancos centrales de Alemania, Suiza y Japón, con lo que su valor total se elevaba a 15.000 millones de dólares; la disposición por el Tesoro del tramo oro correspondiente a Estados Unidos en el Fondo Monetario Internacional y que alcanzaba a 3.000 millones de dólares, así como la venta del equivalente de otros 2.000 millones de dólares en D.E.G. contra marcos, francos suizos y yens; y, por último, la emisión por el Tesoro americano de bonos denominados en estas monedas hasta un total de 10.000 millones de dólares.

La reacción inmediata del mercado fue muy favorable. Durante prácticamente todas las sesiones de noviembre, el dólar USA fue recuperándose de forma general en los mercados —con algún pequeño altibajo sin mayor trascendencia— hasta terminar el mes un 6,3 % apreciado en términos de DEG sobre su valor de finales de octubre. La mejora, sin embargo, fue per-

diendo intensidad y a partir de diciembre, con el recrudecimiento de los problemas políticos en Irán y las consecuencias económicas que de ellos se fueron derivando, la divisa americana volvió a verse sometida, en diversos momentos, a una fuerte presión vendedora que los bancos centrales intentaron contrarrestar mediante una enérgica actuación conjunta en los mercados. La mayor intensidad de la oferta de dólares se hizo sentir durante el

GRAFICO I-3

Tipos de interés a tres meses en los mercados monetarios (a)



(a) Excepto París que es el de día a día. Cifras de los viernes. Frankfurt interbancarios; París sobre efectos privados; Londres depósitos de autoridades locales; Nueva York; certificados de depósitos.

mes de diciembre, en que el valor en D.E.G. de esta divisa perdió un 2,3 %, y en la segunda y tercera semanas de febrero de 1979, cuando después de una recuperación parcial en enero y los dos primeros días de febrero —cercana al 2 %—, el dólar volvió a perder posiciones —casi un 0,8 %— a pesar de las considerables sumas que los bancos centrales adquirieron de dicha moneda. Los días siguientes hasta la terminación del primer trimestre de 1979 transcurrieron, sin embargo, dentro de una mayor tranquilidad que propició un comportamiento muy sostenido de las cotizaciones.

Dos monedas se apartan, no obstante —y por razones opuestas— de la línea general de comportamiento durante el período siguiente al 1 de noviembre: el yen japonés y la libra esterlina. La primera de ellas, que durante los diez primeros meses de 1978 había mostrado una apreciación del 22 % en términos de D.E.G., re-

gistró a partir de noviembre de ese año un rápido proceso de depreciación que le hizo perder cerca de la mitad de dicho porcentaje entre esa fecha y finales de marzo de 1979. Las causas del deterioro de la moneda de Japón han de situarse en los problemas especiales de este país en torno al suministro y coste del petróleo, factores que han agudizado el cambio de expectativas que ya venía produciéndose, respecto del porvenir de esa divisa, en base a las previsiones sobre la balanza por cuenta corriente y los precios nipones. Los importadores de esa nacionalidad, con

posiciones muy cortas en dólares, se han apresurado a procurarse una cobertura ante estas expectativas, acelerando, de esta forma, la oferta de su propia moneda, que el Banco de Japón intentó contrarrestar mediante ventas masivas de dólares con cargo a sus reservas. La libra esterlina, por el contrario, después de un comportamiento muy deprimido durante la primera mitad de 1978, en que se depreció un 3,6 en términos de DEG, se vio sometida a partir de julio de ese año a una fuerte presión compradora que se prolongó durante el primer trimestre de 1979. Como consecuencia de la misma, su cotización en DEG se encontraba apreciada, al final de marzo de este año, cerca de un 4 % respecto del valor de finales de junio de 1978, y en un 1,7 % sobre el de la terminación de 1977. Este cambio en la trayectoria de la esterlina se explica por la fuerte atracción que ha ejercido el elevado nivel de los tipos de interés ingleses tras el progresivo endurecimiento de la situación monetaria interna en el Reino Unido. El Banco de Inglaterra procedió a elevaciones sucesivas de su «tipo mínimo de préstamos», la última de las cuales, en noviembre de 1978, lo colocó en el 12,5 %, muy cerca de su máximo nivel histórico. A esto debe añadirse el mayor optimismo con que se examina la evolución de la economía inglesa, afectada en menor medida que sus principales competidores por los avatares en el suministro y los precios del petróleo.

Parece necesario, antes de cerrar este análisis de los mercados de cambios, hacer una breve referencia a la creación del Sistema Monetario Europeo (S.M.E.), cuyo acuerdo de constitución se firmó en los primeros días de diciembre de 1978 con el propósito de que entrase en funcionamiento a partir del 1 de enero de 1979. Las diferencias surgidas entre Alemania y Francia, los principales patrocinadores de la idea, en torno a los montantes compensatorios de los precios agrícolas comunitarios, hizo que su comienzo se retrasara hasta el 13 de marzo del año actual. En el S.M.E. participan todos los países que forman parte del Mercado Común, con excepción de Gran Bretaña que ha dejado para más adelante su incorporación. Su funcionamiento se centra en la creación de una moneda común, el ECU (nombre derivado de su denominación completa en inglés «European Currency Unit» o unidad de cuenta europea), cuya cotización diaria está determinada por la media ponderada (1) de las cotizaciones de todas las monedas de la Comunidad Económica Europea, incluida la libra esterlina. Las funciones del ECU son amplias puesto que es el denominador o numerario del mecanismo de los tipos de cambio; asimismo, sirve de base para fijar el indicador de divergencia y es el denominador de las operaciones de intervención y créditos y de las demás transacciones del Fondo Europeo de

(1) El peso de cada moneda en la cotización del ECU podrá ser reexaminado en los seis meses siguientes a la entrada en vigor del acuerdo y, posteriormente cada cinco años.

Cooperación Monetaria; por último, el ECU es un medio de pago entre las autoridades monetarias del Mercado Común. Sin entrar en detalles impropios de un análisis tan general como el que se pretende realizar aquí, el mecanismo de funcionamiento de los tipos de cambio es doble, con lo que se ha adoptado una postura intermedia entre la tesis francesa, que pretendía utilizar el ECU como indicador de las variaciones de los tipos de cambio, y la alemana, que era partidaria de continuar basándose en las paridades mutuas. El sistema adoptado utiliza la paridad de cada moneda participante respecto del ECU para determinar lo que se ha denominado «el umbral de divergencia»: límite de variación de las cotizaciones de las monedas que se sitúa antes del de intervención obligatoria y cuyo alcance por alguna de ellas determina la «presunción» de que las autoridades respectivas corregirán esta situación con medidas adecuadas. Las paridades de cada moneda frente a sus copartícipes en el S.M.E. continúan fijando, como en la anterior «serpiente», los límites máximo y mínimo de intervención obligatoria. Estos se han mantenido en el 2,25 % a cada lado de las paridades, salvo en el caso de la lira italiana, cuyos límites han sido fijados en el 6 %. Finalmente, como un primer paso hacia la creación de un banco central europeo y como medio de dotar de financiación a corto y medio plazo a las intervenciones orientadas a estabilizar las fluctuaciones cambiarias, se fortalece el ya existente «Fondo Europeo de Cooperación Económica» mediante el depósito en el mismo del 20 % de las reservas de oro y divisas de los bancos centrales participantes, permitiéndose, además, emitir unidades de cuenta europea con cargo a dichos activos.

Por lo que se refiere al funcionamiento en la práctica del S.M.E. en el tiempo que lleva en vigor, su desarrollo se ha visto favorecido por la mayor calma reinante en los mercados desde mediados de febrero de ese año. El primer punto de tensión ha derivado de la fuerte presión alcista de la libra esterlina que ha obligado a la libra irlandesa a romper el vínculo tradicional que mantenía con aquélla para no salirse de los márgenes de fluctuación. Las demás monedas participantes se han movido sin problemas dentro de los límites siendo la lira italiana, por el momento, la divisa más sostenida del grupo.

El S.M.E. es un intento de crear un área de estabilidad cambiaria en Europa, pero es también un esfuerzo por otorgar nuevo dinamismo al proceso de integración económica comunitaria. Sus resultados en este último aspecto —pero también, a la larga, en el primero— dependerán de que se fortalezcan los mecanismos de cooperación capaces de articular las políticas económicas nacionales y de introducir una progresiva convergencia en la evolución de las economías comunitarias.

En cuanto al **mercado del oro**, la cotización del metal registró una evolución inversa a la del dólar USA, elevándose con gran intensidad durante los diez primeros meses de 1978 para caer bruscamente en noviembre y volver a recuperarse en los meses siguientes hasta la conclusión del primer trimestre de 1979. Esta última fase alcista registró bastante fuerza en los meses de diciembre de 1978 y febrero de 1979 y tuvo carácter más errático en el resto del período. El precio del oro, medido por el «fixing» de las 15,30 horas del mercado de Londres, pasó así de 164,95 dólares la onza el 30 de diciembre de 1977 a 242,6 el 31 de octubre de 1978 descendiendo a 193,40 dólares el 3 de noviembre de ese mismo año para aumentar a 240,1 dólares la onza el 30 de marzo de 1979. Junto a las vicisitudes del dólar y la economía americana, los factores que más han influido en la marcha del mercado del oro fueron las expectativas sobre la aceleración de la inflación mundial, dado el exceso de liquidez de la economía internacional, y la existencia de una fuerte demanda por motivos industriales a lo largo del período. La producción de oro, por otro lado, se mantuvo bastante estable, pero la oferta total se vio incrementada por el aumento de las ventas monetarias, ya que, a partir de mayo de 1978, a las realizadas por el Fondo Monetario Internacional se añadieron las del Tesoro de los Estados Unidos y las de la India.

4. LOS PROBLEMAS DE LA ECONOMIA MUNDIAL EN 1979

Como se ha indicado en los epígrafes anteriores, las tasas de crecimiento real de la economía y el comercio mundiales en 1979 apenas superarán a las registradas en el año anterior. Los países industriales sólo lograrán repetir, este año, la tasa agregada de avance real alcanzada en 1978, es decir, un 3,5 %; y si bien tan modesto crecimiento agregado presentará una composición por países más equilibrada que la observada el pasado año, cualquier motivo de modesta satisfacción se verá condicionado: primero, por la capacidad de Estados Unidos para frenar las presiones de la demanda sin adentrarse en una depresión seria de cara a 1980; segundo, por la efectividad con que los demás países industriales —y, especialmente, Alemania y Japón— logren alcanzar las tasas de expansión previstas sin incurrir en decepciones análogas a las repetidamente sufridas en los últimos años; y, en fin, por el desarrollo de los acontecimientos en el terreno del petróleo, tanto en lo que se refiere a precios como, y sobre todo, en lo que respecta a las reducciones de producción de los países exportadores de crudos.

Transcurrido el primer trimestre de 1979, la economía de Estados Unidos continúa registrando tensiones de demanda y, aunque la tasa anual de crecimiento del producto nacional en términos reales ha sido tan sólo del

0,7 % en los tres primeros meses del año —debido, en buena medida, a factores climáticos—, no hay signos inequívocos de que los componentes más dinámicos de la demanda (consumo, construcción) estén desacelerándose a un ritmo adecuado. Continúa prolongándose, por tanto, la larga fase de expansión y haciéndose, en consecuencia, crecientemente difícil el «aterrizaje suave» sobre la senda del producto potencial a largo plazo. Las empresas siguen acumulando existencias a fuerte ritmo y aumentando así el riesgo de que el ajuste a la baja sea más largo y profundo de lo inicialmente previsto. Al mismo tiempo, las tensiones de demanda están favoreciendo el paulatino aumento de la tasa de inflación, que amenaza con adentrarse de nuevo en la zona de los dos dígitos. Todas éstas son razones que aconsejarían un nuevo endurecimiento de la política monetaria, puesto que una prolongación de la situación actual puede llevar simplemente a ajustes más duros y a una recesión más larga de cara a 1980. Sin embargo, dada la dificultad de graduar los efectos de la política monetaria tanto en su intensidad como en su despliegue temporal, existe también el riesgo de que dosis restrictivas adicionales dañen seriamente una economía cuya flexión coyuntural no puede estar ya lejana. Estas son las dudas en que se debate la política económica americana en la primavera de 1979. Parece muy probable, en todo caso, que la economía de Estados Unidos no registre una tasa de expansión real superior al 1 % anual en el segundo semestre de 1979 y que mantenga tasas de avance muy modestas a lo largo del año próximo (del orden del 1,5 %).

Entretanto, la economía alemana parece mostrar, al finalizar el primer trimestre de 1979, el vigor suficiente para alcanzar la tasa de expansión real del 4 % prevista por las autoridades para el año; y Japón parece también capaz de obtener el ritmo de crecimiento real del 5 % inicialmente previsto. Sin embargo, en ambos casos, al igual que en la generalidad de las economías industriales europeas, la tasa de expansión será algo menor en la segunda parte del año que en la primera; y esto plantea el problema de hasta qué punto resultará compensada, dentro del conjunto de los países industriales, la desaceleración prevista en la economía americana, especialmente en el próximo año.

Por otra parte, la mejora de la actividad ha ido acompañada, tanto en Alemania como en Japón, de un notable resurgimiento de las alzas de precios en los primeros meses de 1979. Este fenómeno no puede atribuirse mecánicamente a los efectos de la reactivación, puesto que, además de extenderse a países que no han experimentado mejoras sensibles en sus ritmos de actividad, está claramente relacionado con las elevaciones registradas en los precios del petróleo y de otras materias primas y con las consecuencias de las condiciones meteorológicas del invierno para algunos productos ali-

menticios; pero ha puesto de relieve la facilidad con que pueden reanimarse procesos inflacionistas dominados con tantos y tan largos esfuerzos. En todo caso, las autoridades tanto alemanas como japonesas no han dejado lugar a dudas respecto de su voluntad de hacer compatible la mejora de la actividad con la estabilidad de precios e incluso de otorgar primacía a esta última. Alemania, en enero, y Japón, en abril, han procedido a adoptar medidas monetarias restrictivas para impedir una consolidación de las tendencias alcistas de los precios. Aunque tales medidas no afectarán, probablemente, a las tasas de expansión real previstas para el año, son una buena prueba de la preocupación dominante por seguir combatiendo la facilidad de deslizamiento de las economías hacia las aceleraciones de precios; y son un buen indicador de la resistencia a alcanzar ritmos de crecimiento real más elevados a costa de ceder en términos de estabilidad monetaria. La convicción de que con aumentos permanentes en la tasa de inflación sólo se consiguen reducciones transitorias en las tasas de desempleo continuará dominando, probablemente, en los países industriales durante los próximos años.

Persisten, desde luego, un conjunto de condiciones que tienden a actuar en favor de la aceleración de la inflación incluso en aquellos países industriales que mayores éxitos han logrado en la lucha con las tensiones alcistas de precios. Están, en primer lugar, los precios del petróleo, que, al amparo de las sombrías perspectivas que dominan el horizonte en el terreno de la energía, se muestran dispuestos a moverse al alza, con ayuda de las más modestas fases de expansión, en un deseo de mantener y, si es posible, mejorar los precios relativos establecidos en 1974. Y están también los precios de otras muchas materias primas cuya elasticidad de oferta se ha visto afectada por la ausencia de inversiones durante los últimos años y cuyo encarecimiento es, por tanto, una amenaza para cualquier proceso de expansión de la demanda mundial. Persiste, por lo demás, el bajo nivel y la lenta evolución de la productividad media del trabajo en los países industriales, más allá de lo que explicaría la evolución cíclica de las correspondientes economías. Y persiste, en fin, la abundante liquidez de la economía mundial, en un proceso de crecimiento muy superior al que justificaría la evolución real de las transacciones comerciales, que, junto con el sistema monetario basado en un dólar inconvertible, pueden hacer extremadamente difícil la regulación de las condiciones monetarias a autoridades nacionales empeñadas en la tarea de reducir o impedir que se acelere la tasa de inflación.

El futuro energético continúa sin aclararse y ello está frenando, sin duda, de modo general, las posibilidades de crecimiento de la inversión en los países industriales. Al propio tiempo, los Gobiernos han tendido a mostrar una

creciente resistencia a aceptar participaciones muy elevadas del gasto público en la demanda nacional y a pensar que estímulos monetarios y fiscales a la actividad antes generarán más altos ritmos de inflación que reducciones permanentes en las tasas de desempleo, dados los comportamientos socioeconómicos dominantes y la alta sensibilización de las expectativas inflacionistas. La conjunción de estos factores de desánimo de la inversión, aliento de la inflación e incertidumbre y escepticismo respecto de la eficacia de las políticas económicas que habían gozado de general aceptación en la segunda posguerra esbozan una situación internacional en la que cabe temer tasas agregadas de expansión real bastante modestas para los próximos años. En estos momentos parece que —a falta de políticas económicas coordinadas de dudosa aceptación por los diversos Gobiernos nacionales— los países industriales europeos no conseguirán alcanzar una tasa de crecimiento económico real agregado superior al 3 % en 1980; y que la tasa media de crecimiento prevista para dichos grupos de países a plazo medio difícilmente se situará por encima de la zona del 3 % al 3,5 %, con los consiguientes efectos adversos sobre el desempleo.

Las previsiones anteriores para el período 1979-1980 están basadas, en todo caso, en el supuesto de que los precios del petróleo no continúen deslizándose al alza, como ha sucedido en los últimos meses, y no se confirme la amenaza de restricciones en la producción. Porque si estos factores negativos acentuaran su presión, las previsiones de crecimiento para este año y el venidero aún habrían de revisarse a la baja. La incertidumbre inmediata se proyecta, por lo demás, hacia adelante y no tiene otra solución que una política energética apoyada sobre supuestos distintos de los actuales. El petróleo no puede seguir siendo el único caudal que mueva las turbinas de los países industriales y en vías de industrialización. La gran conmoción de 1973-74 se digirió con cierta tranquilidad porque rápidamente empezó a demostrarse que el mecanismo de ajuste vía mayor capacidad de absorción de los países de la OPEP llevaba —incluso antes de lo inicialmente previsto— a un equilibrio en los pagos exteriores de los países industrializados. Mientras tanto las sofisticadas y eficaces canalizaciones de los mercados financieros internacionales aliviaban el flujo de petrodólares hacia los necesitados por sus déficit en las cuentas con el exterior. Pero ahora y en el futuro no está tan claro que el ajuste vaya a continuar funcionando. Los acontecimientos del Irán no son sólo una señal sobre escaseces relativas. Los productores parecen dispuestos a utilizar su poder de monopolio limitando las cantidades y dejando, en consecuencia, al mercado que actúe sobre los precios.

En fin, una de las consecuencias negativas de las modestas tasas de crecimiento previstas, unidas a importantes presiones de costes y a la persisten-

cia de ajustes estructurales pendientes en varios sectores industriales, será el probable mantenimiento de las tendencias hacia un mayor proteccionismo comercial en los países industriales frente a la creciente competencia procedente de países en vías de desarrollo. Las ordenaciones de mercados acompañadas de contingentes de importación y el establecimiento de acuerdos bilaterales para limitar las exportaciones procedentes de países altamente competitivos han incidido gravemente en los intercambios mundiales de productos tales como los siderúrgicos, textiles, confecciones, calzado y material electrónico de consumo. Es de temer que las presiones sobre los gobiernos para limitar la competencia exterior continúen intensificándose en el próximo futuro, como expresión del lento avance de los reajustes estructurales pendientes y de la tendencia a la formación, en los países industriales, de un área de altos costes que tiende a reducir su comercio con el resto del mundo.

CAPITULO II

LA ECONOMIA ESPAÑOLA

La economía española ha realizado, en 1978, una buena parte de los ajustes que vinieron demorándose desde 1974 hasta 1977 y que la gran mayoría de las economías industriales habían afrontado con anterioridad en busca de una base sólida desde la que iniciar una nueva etapa de crecimiento sostenido. El momento en que se acometen los ajustes inevitables es, sin embargo, importante para la determinación de su intensidad y la graduación de sus efectos. Cuanto más se demoran, mayor importancia tienen los problemas acumulados y más intensas han de ser las acciones emprendidas; al propio tiempo, los efectos negativos de los ajustes aplazados vienen a incidir sobre los males arrastrados durante el período anterior.

En 1978 la economía española ha procedido a trasvasar recursos reales hacia el sector exterior y ha conseguido un saneamiento profundo de su balanza de pagos; y, simultáneamente, ha logrado cortar un proceso de inflación acelerada e invertirlo en cuantía sustancial. Ello se ha logrado a través de una política conjunta de moderación del crecimiento de las rentas y los costes monetarios y de contención monetaria de la demanda agregada. Los costes inevitables de esta operación de saneamiento se han expresado en un avance lento de la actividad productiva y en un aumento fuerte del paro que ha venido a incidir sobre el ya considerable nivel de desempleo acumulado en los años anteriores de dilación en el enfrentamiento con los problemas planteados.

No se dispone aún, al elaborar este Informe, de las cifras oficiales de Contabilidad Nacional correspondientes a los dos últimos años ni de un avance de las mismas para 1978; pero las estimaciones del Servicio de Estudios del Banco de España sitúan la tasa de crecimiento del PIB, en términos reales, en un 2,8 % para el pasado año (véase cuadro II-1). Esta tasa es ligeramente superior a la registrada en 1977 (2,6 %) y similar a la alcanzada por el conjunto de los países europeos de la O.C.D.E. (2,7 %). Sin embargo, tan importantes como la tasa agregada de crecimiento del producto son su composición y la estructura de la demanda que la ha inducido. Lo característico de la economía española en 1978 ha sido, por el lado de la producción, que ésta ha recibido una aportación sustancial de la producción agrícola y del sector de servicios, en tanto que la industria y la construcción mantenían una tónica de estancamiento; y, por el lado de la demanda, que el estímulo de la actividad ha procedido del excedente exterior en tanto que se mantenía estancada la demanda interna.

Evolución de los principales agregados macroeconómicos (16-5-79)

m.m. y porcentajes

	Cifras absolutas 1977	Cifras absolutas 1978		Tasas de crecimiento en 1978			Aportación puntual al crecimien- to del PIB
		En pesetas 1977	En pesetas 1978	Real	Precios	Valores corrientes	
1. Consumo privado	6.073,6	6.152,6	7.364,6	1,3	19,7	21,3	0,9
2. Consumo público	939,5	1.010,0	1.246,3	7,5	23,4	32,7	0,8
3. Formación bruta de capital	1.994,5	1.874,8	2.174,8	-6,0	16,0	9,0	-1,4
<i>Inversión bruta del sector privado</i> ..	1.764,3	1.637,2	1.899,2	-7,2	16,0	7,6	-1,5
<i>Inversión bruta del sector público</i> ..	230,2	237,6	275,6	3,2	16,0	19,7	0,1
4. Demanda interior (1 a 3)	9.007,6	9.037,4	10.785,7	0,3	19,3	19,7	0,3
5. Exportaciones de bienes y servicios ..	1.314,7	1.465,9	1.715,1	11,5	17	30,4	1,7
6. Importaciones de bienes y servicios ..	1.491,2	1.424,1	1.595	-4,5	12	7,0	0,8
7. Saldo neto exterior (5 - 6)	-176,5	41,8	120,1	—	—	—	2,5
8. PRODUCTO INTERIOR BRUTO A PRECIOS DE MERCADO (4 + 7)	8.831,1	9.079,2	10.905,8	2,8	20,1	23,5	2,8
9. Sector primario	783,5	842,3	...	7,5	...	...	0,7
10. Sector secundario	3.190,9	3.227,2	...	1,1	...	...	0,4
<i>Sector industrial</i>	2.522,3	2.575,3	...	2,1	...	...	0,6
<i>Sector construcción</i>	668,6	651,9	...	-2,5	...	...	-0,2
11. Sector terciario	4.417,0	4.556,9	...	3,2	...	...	1,7
12. PRODUCTO INTERIOR BRUTO AL COSTE DE LOS FACTORES (9 a 11) ..	8.391,4	8.626,4	...	2,8	...	...	2,8

FUENTE: Banco de España.

Por el lado de la oferta, un excelente año agrícola hizo posible que el sector primario aumentase su producción un 7,5 % y aportase 0,7 puntos a la tasa de 2,8 % que resume el crecimiento agregado de la producción de la economía en 1978. El PIB no agrario creció, por el contrario, menos en 1978 (2,3 %) que en 1977 (3,1 %) y, dentro de él, el crecimiento estuvo concentrado en el sector terciario, que avanzó un 3,2 % y aportó 1,7 puntos al aumento del PIB total, en tanto que la producción industrial registraba un avance muy modesto y la construcción acusaba un retroceso neto. Esta estructura del crecimiento de la producción explica, en buena parte, el importante aumento del paro en el año.

Por el lado de la demanda, el rasgo más característico del año 1978 ha sido el fuerte estímulo otorgado a la economía por el excedente exterior —tanto por el aumento de las exportaciones de bienes y servicios como por la contratación de las importaciones—, mientras la demanda interna apenas crecía en términos reales. El gasto del sector público registró avances importantes en el componente de consumo y menores, aunque significativos, en

el componente de inversión; pero la demanda interna del sector privado retrocedió en 1978, por segundo año consecutivo, ya que si el consumo privado avanzó algo más que en el año anterior, la inversión privada registró una importante caída bajo la presión de la política de saneamiento —especialmente, en su vertiente financiera— y de los problemas generales de una crisis larga y compleja. Esta estructura de las variaciones de la demanda agregada también ha ejercido una influencia clara y negativa sobre la evolución del empleo.

A pesar de que las tasas reales de crecimiento del PIB hayan sido moderadas en 1977 y 1978, la economía española ha realizado en estos últimos dos años una buena parte del ajuste exigido por las nuevas condiciones económicas. Este ajuste, consistente, en gran parte, en el desplazamiento desde demanda interior hacia demanda exterior, se aprecia mejor si se analizan los valores estimados correspondientes a la cuenta consolidada de capital de la economía. En el cuadro II-2 se han recogido los principales componentes de dicha cuenta, expresados en términos de porcentajes del PIB. En 1975 y 1976, el ahorro nacional bruto precisó de una importante aportación exterior para financiar la inversión bruta de la economía, lo que se manifestó en importantes déficits corrientes de la balanza de pagos española. En el segundo semestre de 1977 se inició ya un intenso proceso de ajuste, aunque para el conjunto del año todavía hubo déficit corriente. En 1978 el ahorro nacional bruto ha financiado la inversión interior y ha apare-

CUADRO II-2

Financiación de la inversión

Porcentajes del PIB, a precios corrientes

RECURSOS:	1975	1976	1977	1978
1. Ahorro nacional bruto	22,6	20,6	20,7	20,7
Ahorro bruto de las Administraciones públicas	2,3	2,6	2,3	0,7
Ahorro bruto del sector privado	20,3	18,0	18,4	20,0
(Ahorro neto de las Economías Domésticas)	8,6	7,6	7,4	8,2
(Ahorro bruto empresas)	11,7	10,4	11,0	11,8
2. Ahorro del resto del mundo	3,5	3,8	1,9	-0,8
Transferencias netas de capital recibidas del resto del mundo	0,2	0,2	0,2	0,1
Saldo cuenta corriente Balanza de Pagos	3,3	3,6	1,7	-0,9
FORMACION BRUTA DE CAPITAL (1 + 2 = 3 + 4)	26,1	24,4	22,6	19,9
EMPLEOS:				
3. Inversión bruta del sector público	2,9	2,7	2,6	2,5
4. Inversión bruta del sector privado	23,2	21,7	20,0	17,4

FUENTE: Banco de España.

cido, además, un considerable superávit por cuenta corriente. En este último año ha aumentado la tasa de ahorro de las familias, después de haber descendido, de forma continuada, en los tres años anteriores de crisis. Los beneficios no distribuidos de las empresas han aumentado también su participación, con lo que se ha producido un mayor aumento del ahorro del sector privado. El sector público, por el contrario, al experimentar importantes crecimientos en su gasto de consumo, ha registrado un descenso acusado en su tasa de ahorro en 1978, que se corresponde con un retroceso del 63,1 % en el valor absoluto de dicha magnitud. En síntesis, la evolución de la economía española en la segunda parte de 1977 y todo 1978 se caracteriza por un proceso de reposición del ahorro de las familias y de las empresas, que ha coincidido con una disminución importante en el ahorro del sector público, por un lado, y con una participación decreciente de la inversión, por otro, todo lo cual ha permitido que se produzca un importante superávit por cuenta corriente, que aparece así como una consecuencia del moderado comportamiento del gasto del sector privado.

Por lo que se refiere a la tasa de inflación, su acelerado comportamiento alcista se detuvo en la segunda parte de 1977, y el año 1978 registró un descenso sustancial en el ritmo de crecimiento de los precios, más evidente cuando se observan las tasas registradas a lo largo del año que cuando se utilizan tasas medias interanuales. El deflactor general del PIB a precios de mercado mostró un aumento del 20,1 % en 1978 frente al 22,5 % observado en 1977; y el deflactor de la demanda de consumo privado creció un 19,7 % en 1978 frente al 24,5 % registrado en el año anterior —siempre según las estimaciones del Servicio de Estudios del Banco de España—. Pero el avance del índice de precios al consumo a lo largo de 1978 fue del 16,5 % frente al aumento del 26,4 % alcanzado a lo largo de los doce meses anteriores. Esta desaceleración intensa de los precios fue posible merced a un año agrícola excelente, a la moderación del incremento de los costes-trabajo resultante de la política de rentas contenida en los Acuerdos de la Moncloa, a la presión ejercida sobre la demanda agregada y, en fin, al importante descenso registrado en el deflactor de las importaciones, consecuencia tanto del moderado comportamiento de los precios mundiales como de la apreciación de la peseta en la segunda parte del año.

El año 1978 ha ofrecido, por lo demás, una buena prueba de los complejos factores que median entre los salarios monetarios y los salarios reales y de la consiguiente posibilidad de comportamientos dispares entre una y otra variable. En 1978, la moderación en el crecimiento de los salarios nominales originó un aumento en las rentas reales disponibles del trabajo superior al registrado en 1977.

El efecto contractivo ejercido por la política de saneamiento y el empeoramiento de las expectativas empresariales que le acompañó revistió su máxima intensidad en los últimos meses de 1977 y el primer trimestre de 1978. La atonía de la demanda interna empujó las empresas hacia la exportación; y el fuerte ritmo alcanzado por ésta y la mejora del consumo privado resultante de la reposición de rentas reales a través de los convenios colectivos indujeron una mejora de la demanda y la actividad a partir del segundo trimestre del año que recibió una ayuda adicional del aumento de las rentas agrarias derivado de las buenas cosechas. Desde el segundo trimestre hasta el fin de año las encuestas de opiniones empresariales mostraron una mejora lenta pero firme en su tendencia a través de sus oscilaciones. Y aunque las exportaciones de mercancías cedieron en el tercer trimestre y el consumo privado perdió fuerza en la segunda parte del año, la recuperación posterior de las primeras, el fuerte impacto del turismo y la actuación expansiva del gasto público contribuyeron a estabilizar la evolución de la actividad económica en los últimos meses del año. En conjunto, el comportamiento del PIB no debió de diferir sustancialmente entre el primero y el segundo semestre del año. Las tasas reales de crecimiento estimadas para el PIB no agrario se sitúan en un 3,5 % y un 3 %, respectivamente, en cada uno de dichos semestres. El retroceso en el nivel de empleo fue, sin embargo, mucho más acusado en el primer semestre que en el segundo, al final del cual el paro representaba un 8,2 % de la población activa.

1. PRODUCCION

El Producto Interior Bruto al coste de factores creció, en 1978, un 23,5 % a precios corrientes y un 2,8 % a precios constantes. En el cuadro II-3 se han recogido las tasas reales de crecimiento de los principales componentes de la oferta en el promedio de 1971-1974 y en el período 1975-1978.

En 1978 el sector primario presentó la tasa más alta de crecimiento, recuperándose así del mal año agrícola que fue 1977. El sector debió de crecer en torno al 7,5 % en 1978, resultado de un aumento del 7,8 % en el subsector agrario y de un descenso, sobre cuyo alcance no se dispone de información, en el subsector pesquero. El sector industrial, excluida la construcción, redujo su tasa de incremento respecto de los dos años anteriores; y la construcción volvió a presentar una tasa negativa de variación, más acusada que la correspondiente a 1977, apareciendo de este modo como una actividad particularmente afectada por la actual crisis. Los servicios crecieron en 1978 a una tasa ligeramente inferior a la de 1977, aunque sus líneas generales de evolución fueron muy similares a las de 1977, puesto que fueron las producciones realizadas por las administraciones públicas y las ac-

PIB: componentes de la oferta

Tasas de crecimiento anual, a precios constantes

	Media 1971-1974	1975	1976	1977	1978
Sector primario	4,0	-1,4	2,0	-4,5	7,5
Industria, excluida construcción	9,4	-0,4	3,3	4,2	2,1
Construcción	5,2	-4,5	-2,5	-0,5	-2,5
Servicios	6,3	3,2	1,8	3,4	3,2
PIB, A COSTE DE DEFACTORES	6,9	0,9	2,1	2,6	2,8

FUENTE: INE y Banco de España.

tividades relacionadas con el turismo las que presentaron las tasas de crecimiento más altas.

En conjunto, aunque la tasa de crecimiento real de la producción ha aumentado de forma suave en los dos últimos años, aproximándose al 3 %, queda muy lejana de la que correspondió al crecimiento medio de la fase de expansión 1971-74, que fue del 6,9 %. Además, el modesto avance de la producción total en 1978 hay que atribuirlo, en buena medida, a los efectos de las excelentes cosechas del año, en tanto que el sector secundario reducía su ritmo de crecimiento y el sector terciario lo mantenía aproximadamente.

1.1. El sector primario

En 1978 el sector agrario experimentó un cambio sustancial respecto de la evolución seguida en el año anterior. La presencia de una climatología favorable dio lugar a un importante aumento en numerosas producciones agrícolas, lo que, unido a una desaceleración en el crecimiento de los gastos realizados fuera del sector, originó un aumento del valor añadido bruto del 7,7 %, frente a un descenso del 4 % en 1977 en dicha magnitud. Asimismo, frente a un crecimiento del deflactor del sector primario del 30 % en 1977, el aumento promedio de precios en 1978 fue del 12,4 %, siendo mayor el aumento de los precios ganaderos que el de los agrícolas. El déficit exterior del sector agrario se redujo en un 20 % en 1978, después del importante crecimiento de 1977.

No se conoce la evolución seguida en 1978 por la producción del sector pesquero, aunque la escasa información disponible parece indicar que ha

tenido lugar una disminución en la misma. De este modo, el aumento real en 1978 del valor añadido del sector primario ha debido situarse en torno al 7,5 %, lo que supone una aportación de 0,7 puntos de dicho sector al crecimiento total del PIB en el mismo año.

La población ocupada en sentido estricto en el sector agrario descendió durante 1978 en 83.700 personas, lo que supuso un descenso netamente inferior al registrado en los tres años inmediatamente anteriores. Un crecimiento de la producción situado en torno al 7,7 % y un descenso promedio de la ocupación en un 3,1 % implican un aumento del producto medio por persona ocupada del 11,1 %, en 1978, frente al 5,9 % de aumento promedio de esta magnitud en 1974-1977. El retroceso del empleo parece haberse concentrado, más que en los asalariados del sector, en el estrato de la población activa correspondiente a la población no asalariada, en particular en el grupo de «ayuda familiar». El menor descenso en 1978 del total de personas ocupadas en el sector debió explicarse tanto por la extremada debilidad de la emigración española al resto de Europa como por la baja coyuntura de los sectores industrial y de la construcción, que experimentaron importantes descensos en la ocupación, lo que debilitó notablemente el proceso de migración interior de la población activa agraria.

En el cuadro II-4 se ha recogido la evolución registrada en 1978 en los principales agregados económicos del sector. Frente a una disminución en la producción total agraria del 0,4 % en 1977, durante 1978 dicha magnitud creció en un 5,4 %. Los reempleos del sector aumentaron en un 1,4 % después de haber retrocedido, en términos reales, entre 1975 y 1977. El crecimiento real de la producción final agraria fue del 6,3 %, dentro de la cual la agricultura creció en un 10,2 % y la ganadería sólo aumentó un 2,3 %. Este distinto crecimiento de los dos más importantes grupos de producciones agrarias dio lugar a variaciones muy distintas en los correspondientes deflatores, puesto que fue muy superior el aumento promedio de los precios de la ganadería que el de los productos agrícolas. El aumento en la producción agrícola supuso, en muchos casos, la vuelta a niveles de producción normales después de las bajas producciones de 1977 ocasionadas por la adversa climatología de dicho año. El aumento de la producción ganadera en 1978 se situó por debajo del crecimiento tendencial registrado entre 1970 y 1977.

Los gastos realizados fuera del sector agrario crecieron sólo, en términos reales, en un 3,7 % en 1978, después de hacerlo en un 11 % en 1977. Este más bajo crecimiento de los consumos intermedios, debido al descenso de las compras efectuadas en semillas y fertilizantes, hizo que el crecimiento real del 7,7 % registrado en 1978 en el valor añadido bruto del sector

Sector agrario: Evolución de las principales macromagnitudes 1977-1978

	Cifras ab- solutas 1977 (a)	1977			1978 (b)			Cifras ab- solutas 1978 (a)
		Tasas reales	Deflac- tores	Tasas mo- netarias	Tasas reales	Deflac- tores	Tasas mo- netarias	
1. Producción Total Agraria	1.261,5	-0,4	23,5	23,0	5,4	12,0	18,0	1.489,1
2. Reempleos	225,2	-4,1	19,8	14,9	1,4	13,1	14,7	251,6
3. Producción Final Agraria (1 - 2 = 4 a 7)	1.036,3	0,5	24,4	25,0	6,3	12,3	19,4	1.237,5
4. Producción final agrícola	562,8	-4,5	32,1	26,2	10,2	7,9	18,9	669,0
5. Producción final ganadera	409,8	6,8	16,1	24,0	2,3	17,8	20,5	493,9
6. Producción final forestal	36,0	8,9	11,7	21,6	2,5	10,5	13,3	40,8
7. Mejoras por cuenta propia	27,7	-4,5	26,7	21,0	-3,0	25,8	22,0	33,8
8. Gastos realizados fuera del sector	328,3	11,0	12,7	25,1	3,7	12,1	16,2	381,6
9. Valor añadido bruto a p.m. (3 - 8)	708,0	-4,2	30,4	24,9	7,7	12,3	20,9	855,9
10. Subvenciones	16,2	10,0	10,7	21,8	8,9	17,9	28,4	20,8
11. Valor añadido bruto a c.f. (9 + 10)	724,2	-4,0	30,0	24,8	7,7	12,4	21,1	876,7
12. Amortizaciones	31,8	4,8	28,1	34,2	5,9	24,7	32,1	42,0
13. Valor añadido neto a c.f. (11 - 12)	692,4	-4,4	30,2	24,5	7,8	11,9	20,6	834,7

FUENTE: Ministerio de Agricultura.

(a) Miles de millones de pesetas.

(b) Cifras de avance.

agrícola-ganadero superase ampliamente el aumento real experimentado en dicho año por el valor de la producción final.

En los cuadros II-5 y II-6 se han recogido los crecimientos reales obtenidos en 1978 en las principales producciones agrícolas y ganaderas. Destacan, por el lado de la agricultura, los aumentos experimentados en las cosechas de cereales, sobre todo trigo y cebada, así como en leguminosas, aceites, frutas y vino. Por el lado de la ganadería, descendieron las producciones de carnes de bovino, ovino y huevos, y aumentaron las restantes producciones de carne. El débil aumento de la producción de maíz y los descensos en carne de vacuno y algodón son importantes por tratarse de artículos que son objeto de un volumen importante de compras al exterior.

Como se indicó anteriormente, en 1978 tuvo lugar una importante desaceleración en el crecimiento de los precios agrarios que puede apreciarse en el cuadro II-7, en el que se han recogido los aumentos promedios experimentados. En términos de crecimientos registrados a lo largo del año, el índice general de precios percibidos agrarios aumentó en un 12,8 % en 1978 frente al 13,8 % de 1977. El crecimiento en el mismo período de los productos de origen vegetal fue del 10 %, frente a un 16,4 % en los productos de origen animal. El crecimiento negociado de los precios regulados (1) en 1978 fue del 16,5 %, registrándose en el conjunto de 1978 un aumento efectivo de los mismos del 18,2 %, mientras que el crecimiento de los no regulados fue del 4,7 %. Las negociaciones llevadas a cabo entre el Ministerio de Agricultura y los representantes agrarios han llevado a un aumento del 12,5 % de dichos precios regulados para 1979. Los artículos cuyos precios están sometidos a regulación suponen el 49 % de la producción total agraria, y no incluyen, básicamente, a los productos hortofrutícolas.

La evolución trimestral seguida por el índice de precios percibidos coincide, en líneas generales, con la del componente alimenticio del índice de precios de consumo, con la diferencia de que las reducciones absolutas en el índice de precios percibidos se corresponden con desaceleraciones en los correspondientes precios de consumo. El índice general de precios percibidos experimentó un aumento acumulado del 11,4 y del 1,4 % en los dos semestres de 1978, respectivamente. El crecimiento en ambos períodos de los precios de los productos alimenticios del índice de precios al consumo fue del 7,2 % y del 6,3 %, respectivamente. Si en 1978 los precios regulados crecen, efectivamente, en un porcentaje próximo al que ha resultado de las

(1) Los productos cuyos precios se han sometido a regulación en 1978 y 1979 son los siguientes: trigo, cebada, avena, centeno, arroz, maíz, sorgo, habas secas, algodón, girasol, remolacha azucarera, caña de azúcar, aceite de oliva, vino, carnes de bovino, porcino y aves, huevos y leche de vaca.

Producciones agrarias: campañas

	Porcentaje sobre el valor de producción total agraria en 1977	Superficie			Producción		
		Miles de hectáreas en 1978	Tasas de crecimiento		Miles de toneladas en 1978	Tasas de crecimiento	
			1977/76	1978/77		1977/76	1978/77
CEREALES:							
Trigo	3,6	2.724	- 0,7	0,3	4.795	- 9,4	18,0
Cebada	5,0	3.387	- 2,5	1,2	7.953	22,3	17,5
Maíz	1,6	443	0,7	0,2	1.933	22,0	2,2
Arroz	0,5	68	0,5	—	411	- 6,7	8,4
LEGUMINOSAS:							
Judías secas	0,3	145	- 6,3	- 1,4	91	-32,6	30,0
Garbanzos	0,3	109	- 1,1	7,9	69	- 1,8	23,2
ACEITES:							
	2,6	—	—	—			
Aceite de oliva .....	...	2.014 (a)	- 1,4	...	455	-23,0	25,0
Aceite girasol .....	...	588	- 3,4	7,7	460	22,3	18,6
PLANTAS INDUSTRIALES:							
Remolacha azucarera	2,1	225	-16,9	11,1	8.227	-20,5	- 1,0
Algodón	0,6	48	38,9	-38,5	97	5,4	-29,7
HORTALIZAS:							
Tomate	2,2	71	7,6	- 2,7	2.153	9,6	- 8,7
Cebolla	0,9	31	11,7	-20,5	930	44,1	-22,2
Ajos	1,3	35	-25,3	6,1	223	18,2	12,6
FRUTAS:							
Naranja	1,3	290 (a)	...	...	...	...	- 7,0
Mandarina	0,8	42 (b)	-25,0	...	852	6,4	19,5
Manzana	1,4	67 (b)	- 9,5	...	1.021	-28,7	39,9
Almendra	0,5	527 (b)	3,1	...	295	-57,6	90,3
Uva de mesa	0,8	90 (b)	2,3	...	386	-28,0	13,9
Vino nuevo (miles Hl.)	3,2	...	...	...	29.031	- 8,8	33,0
Patata	4,3	363	- 3,0	- 9,9	5.326	- 1,9	- 9,4

FUENTE: Ministerio de Agricultura.

(a) Superficie en 1976.

(b) Superficie en 1977.

últimas negociaciones, es de esperar que persista en 1979 la desaceleración registrada en 1978 en el citado componente de los precios de consumo.

Los precios pagados por los agricultores crecieron en 1978 en un 12,3 %, mientras que en 1977 aumentaron en un 8,9 %. Este mayor aumento se debió a los importantes crecimientos registrados por los subgrupos de fertilizantes (22,4 %) y piensos (11,1 %). El aumento final registrado por los precios del conjunto de los consumos intermedios del sector estuvo próximo, pues, al 12 % negociado en la fijación de los precios agrícolas regu-

CUADRO II-6

Producciones ganaderas

	Porcentaje sobre el valor de la producción total agraria 1977	Producción física en 1978	Tasas de crecimiento	
			1977/76	1978/77
Carne (peso canal, miles de TM)	20,6	2.213	7,7	2,3
Bovino	6,1	391	3,0	-9,2
Ovino	2,8	130	-2,2	-1,1
Porcino	5,7	803	13,2	9,3
Aves	4,3	755	5,6	2,7
Conejos	1,4	111	21,1	2,9
Leche de vaca (millones de litros)	6,7	5.590	2,7	4,4
Huevos (millones de docenas)	4,0	737	7,1	-7,2

FUENTE: Ministerio de Agricultura.

CUADRO II-7

Indice de precios percibidos por los agricultores

Tasas de variación anual

	1977/1976	1978/1977
Indice General	26,3	13,1
Productos agrícolas	33,0	11,1
Cereales	12,9	13,4
Leguminosas	52,4	16,1
Patatas	-9,0	-15,5
Hortalizas	33,5	13,3
Frutas	135,2	- 5,5
Vinos	76,1	47,8
Aceite	14,0	19,7
GANADO Y PRODUCTOS GANADEROS:		
Ganado para abasto	12,5	18,0
Productos ganaderos	19,4	15,6

FUENTE: Ministerio de Agricultura.

lados. En 1979 se ha establecido en la negociación un aumento promedio del 9,5 % en dichos gastos.

En 1978 tuvo lugar una importante reducción en el déficit exterior del sector agrario. La tasa de cobertura de las exportaciones agrarias supuso el 75,6 % del valor de las importaciones. El déficit de 1978 fue de 69 m. m., es decir, de unos 900 millones de dólares, e implicó una reducción de 220 millones de dólares en relación con el registrado en 1977. En el cuadro II-8 se han recogido las principales partidas del comercio exterior agrario y los aumentos registrados en el valor de las mismas en 1978. El

crecimiento del 30 % experimentado por los precios de las exportaciones agrarias frente al aumento del 2 % en los precios de las importaciones ha sido el principal factor explicativo de la mejoría registrada en 1978 en el saldo del comercio exterior del sector agrario. Entre las diez primeras partidas de exportación en 1978, retrocedieron las toneladas exportadas correspondientes a conservas vegetales y jugos, vinos, naranjas, aceite de oliva y corcho, mientras que aumentaron las de mandarinas, limones, aceite de soja, tomates y almendras.

CUADRO II-8

1978. Principales partidas del comercio exterior agrario

	Millones de pesetas	Aumentos de valor 1978/1977 en porcentaje
IMPORTACIONES:		
Semilla de soja para piensos	42.974	18
Maíz para piensos	37.758	11
Café sin tostar	27.268	-19
Madera	23.120	3
Pieles en bruto	14.578	19
Tabaco en rama	12.042	24
Cacao en grano	9.897	4
Tortas y harinas de soja	8.288	-1
Carne de vacuno	6.928	33
Algodón	6.353	-31
Total importaciones	284.103 (a)	8,1
EXPORTACIONES:		
Conservas y jugos vegetales	30.499	11
Vinos	19.729	14
Mandarinas	15.501	21
Naranjas	15.132	52
Aceite bruto de soja	10.669	92
Aceite de oliva	8.597	-18
Tomates	8.033	65
Almendras	7.125	52
Limones	6.003	52
Corcho	3.763	-1
Total exportaciones	214.766 (b)	21,3
DEFICIT	69.337 (c)	

FUENTE: Ministerio de Agricultura.

(a) 3.705 millones de dólares.

(b) 2.801 millones de dólares.

(c) 904 millones de dólares.

En resumen, el sector agrario experimentó en 1978 una evolución netamente positiva, ayudado por una favorable climatología. Esto tuvo como consecuencia importante una desaceleración en el aumento de los precios agrarios que, a su vez, repercutió positivamente en la variación de los pre-

cios de consumo. La débil coyuntura de los restantes sectores productivos ha impedido que el sector disminuyese su población activa al ritmo de años anteriores, lo que ha dado lugar a un aumento en el número de parados del sector. La mejoría del déficit exterior agrario se ha debido más al aumento registrado en los precios de las principales partidas de exportación que a crecimientos reales en el volumen de las ventas al exterior.

1.2. Industria, excluida construcción

El aspecto más destacado de la evolución del sector industrial en 1978 fue la desaceleración experimentada por su producción en dicho año. En efecto, en 1978 la producción industrial aumentó en un 2,1 %, frente a un 4,2 % el año anterior y a un 3,3 % de crecimiento medio en el período 1974-77. El porcentaje promedio, durante 1978, de utilización de la capacidad productiva en la industria fue del 80 %, frente al 82,7 % de 1977. El empleo industrial descendió en 1978 en un 1,7 %, descenso menor que el 1,8 % de 1977, con lo que la productividad por persona ocupada aumentó en un 3,8 % en 1978 frente al 3,5 % de crecimiento medio anual que dicho parámetro registró en el período 1974-1977. Del conjunto de la información disponible se deduce que el sector registró, en promedio, una fuerte atonía en 1978: su tasa de crecimiento fue inferior a la registrada por los sectores primario y terciario, y solo contribuyó al crecimiento total del PIB en 0,6 puntos porcentuales (1,0 en 1976 y 1,2 en 1977).

El índice de producción industrial dejó de publicarse, desgraciadamente, en julio de 1978. En el primer semestre, el índice había crecido un 5,1 % sobre el mismo período del año anterior —en el que, a su vez, había avanzado un 12,3 % sobre los seis primeros meses de 1976—. A falta de esta información, que era básica a pesar de sus deficiencias, ha sido preciso utilizar el índice del consumo de energía eléctrica, que es un indicador indirecto e imperfecto del perfil temporal de la producción industrial. En 1978, dicho índice aumentó un 5,6 % frente a 3,6 % en 1977. Su utilización en este apartado se ha referido solamente a la determinación del perfil industrial a lo largo del año. (1)

En la segunda parte de 1977, tanto el índice de producción industrial como el consumo de energía eléctrica experimentaron importantes reducciones en su ritmo de crecimiento respecto de la evolución seguida en la primera

(1) En trabajos internos del Servicio de Estudios, realizados utilizando la metodología Box-Jenkins, se ha podido establecer que, bajo ciertas condiciones, el consumo de energía eléctrica es un buen indicador de la evolución del índice de producción industrial.

parte de dicho año. La fuerte inflación registrada en dicho año y el clima general de incertidumbre debilitaron el crecimiento de la actividad productiva. A pesar de que en el último trimestre de 1977 el índice de producción industrial volvió a registrar un nuevo empuje al alza, los resultados de las encuestas de opiniones empresariales recogieron la existencia de un clima general muy deprimido en las empresas en los últimos meses de 1977. En los primeros meses de 1978 persistió esta aparente contradicción entre indicadores cuantitativos que ofrecían, por una parte, aumentos positivos en los niveles de actividad y producción, e indicadores relativos a las opiniones empresariales que registraban, por otra, nuevos empeoramientos en los niveles de demanda —como sucedió, sobre todo, con los resultados relativos a la cartera de pedidos de la industria.

CUADRO II-9

Producto Industrial Bruto (excluida construcción), por sectores (a)

m.m. y porcentajes

	Valores absolutos en 1977	Tasas de crecimiento real	
		1977/1976	1978/1977
Industrias extractivas	85,0	5,9	2,5
Industria de manufacturas	1.957,4	3,5	1,5
Bienes de consumo	446,8	3,5	2,1
Alimentación	205,1	5,5	2,2
Bebidas	38,0	-3,5	1,2
Tabaco	12,1	2,8	2,4
Calzado y Confección	191,6	-1,2	1,7
Bienes de inversión	154,4	-2,0	2,0
Maquinaria no eléctrica	54,3	-2,0	1,4
Maquinaria y material eléctrico	100,1	-2,0	2,3
Bienes intermedios	1.034,1	2,7	1,9
Textiles	118,1	0,8	-1,8
Madera, corcho y muebles	82,9	-4,4	1,5
Papel, editoriales e imprentas	97,3	-5,7	4,5
Cuero	30,2	8,0	0,5
Caucho	35,5	20,2	2,1
Químicos	183,3	7,9	1,7
Derivados petróleo y carbón	38,5	-6,5	3,4
Productos minerales no metálicos	119,7	6,1	5,4
Metálicas básicas	124,2	1,7	1,2
Artículos metálicos	116,1	-2,0	2,3
Industrias Fabriles diversas	88,3	8,3	0,6
Material de transporte	322,1	13,6	2,5
Electricidad, Gas y Agua	188,5	13,8	5,6
TOTAL INDUSTRIA	2.230,9	4,3	2,1

FUENTE: Ministerio de Industria.

(a) La asignación de los sectores entre bienes de consumo, inversión e intermedios se ha realizado en el Servicio de Estudios. Los valores de las producciones en 1977 han sido los coeficientes de ponderación usados para obtener los crecimientos de los sectores básicos.

La presencia de un número importante de convenios colectivos negociados en los primeros meses de 1978 supuso un momentáneo estímulo a la demanda de consumo privado y dio lugar a un aumento importante en la producción industrial de bienes de consumo en el primer semestre de 1978. En este mismo período tanto las carteras de pedidos extranjeros como las exportaciones registraron también una importante mejoría respecto del semestre precedente. El mayor empuje de la demanda de consumo y de las exportaciones industriales contribuyó a acelerar el ritmo de aumento del índice de producción industrial desde un 2,6 % en la segunda parte de 1977 a un 4,8 % en el primer semestre de 1978. El consumo de energía eléctrica avanzó en este período en un 9,4 %, frente a un 0,6 % en el semestre anterior. Los resultados de las encuestas empresariales indicaron que se había

CUADRO II-10

Industria: encuesta de opiniones empresariales (*)

	1977		1978				1979
	III	IV	I	II	III	IV	I
Cartera de pedidos totales (a)	-40	-46	-52	-49	-41	-35	-34
Bienes de consumo	-36	-43	-50	-45	-36	-30	-28
Bienes de inversión	-46	-52	-56	-58	-57	-53	-59
Bienes intermedios	-46	-48	-53	-43	-43	-36	-29
Cartera de pedidos extranjeros (b)	-63	-60	-59	-55	-54	-58	-57 (e)
Bienes de consumo	-66	-61	-59	-59	-55	-62	-63 (e)
Bienes de inversión	-60	-60	-51	-54	-55	-52	-51 (e)
Bienes intermedios	-62	-61	-60	-50	-51	-55	-52 (e)
Nivel existencias productos terminados (c)	11	16	29	22	14	9	9
Bienes de consumo	6	16	31	23	14	10	13
Bienes de inversión	0	8	17	12	4	- 2	- 4
Bienes intermedios	23	20	34	25	18	14	12
Previsiones de producción (d)	- 1	-23	- 7	- 7	4	1	5
Bienes de consumo	6	- 9	- 3	0	13	5	6
Bienes de inversión	- 9	-22	-22	-16	-11	-16	- 2
Bienes intermedios	- 3	-15	- 5	-10	2	0	7
Previsiones de precios (d)	49	40	32	37	38	41	42 (e)
Bienes de consumo	53	44	36	29	37	40	48 (e)
Bienes de inversión	59	63	54	45	45	60	53 (e)
Bienes intermedios	43	35	25	34	31	37	31 (e)
Utilización de la capacidad productiva. Porcentajes	82	81	80	80	80	80	80
Bienes de consumo	81	80	79	79	79	79	80
Bienes de inversión	81	77	80	81	81	78	80
Bienes intermedios	82	82	79	82	82	81	83

FUENTE: Ministerio de Industria.

(a) Diferencias entre porcentajes correspondientes a las respuestas «elevado» y «débil».

(b) Diferencias entre «elevado» por una parte, y «débil» más «nula» por otra.

(c) Diferencias entre «superior al normal» por una parte, e «inferior al normal» más «nunca hay stocks», por otra.

(d) Diferencias entre «a aumentar» y «a disminuir» en los dos otros próximos meses.

(e) Media de los meses de enero y febrero.

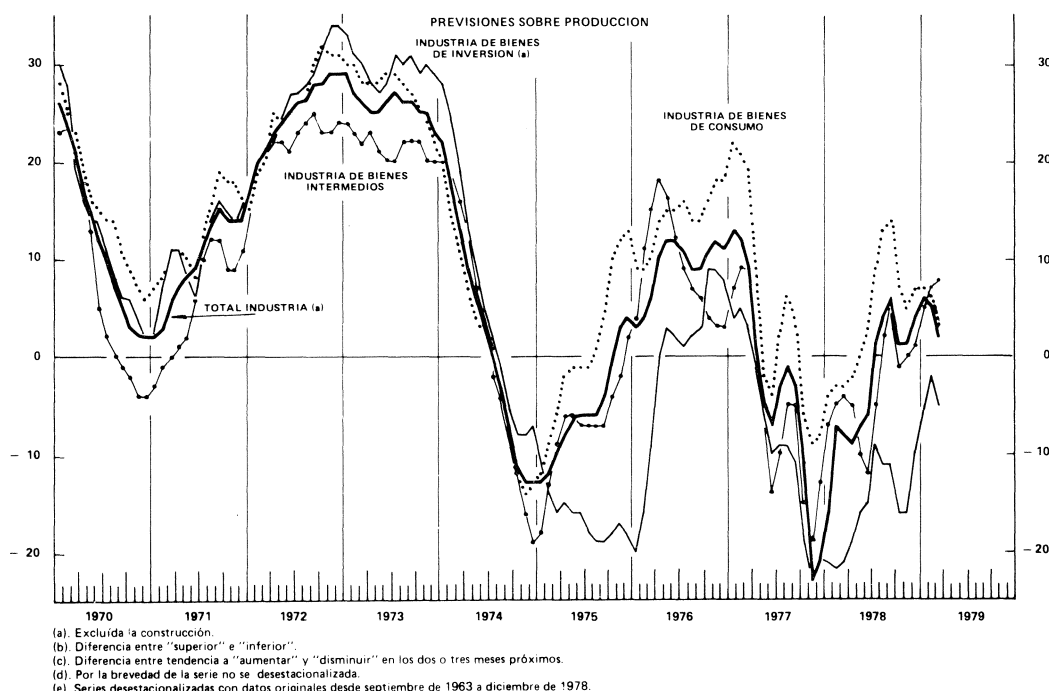
alcanzado el punto más bajo de la fluctuación industrial en el primer trimestre de 1978, puesto que las opiniones empezaron a presentar una recuperación simultánea en todas las variables desde el mes de abril.

En la segunda parte de 1978 se registró un nuevo divorcio entre la evolución seguida por los resultados de las encuestas de opiniones y los indicadores de actividad. Así, en el tercer trimestre de 1978 el consumo de energía eléctrica permaneció estabilizado respecto del nivel alcanzado en el trimestre anterior y las exportaciones experimentaron en este período una tasa negativa de crecimiento. Frente a esta evolución de los indicadores cuantitativos, persistió la recuperación ya apuntada por las encuestas en meses anteriores, aunque posteriormente aparecieron, en algunos meses aislados, empeoramientos momentáneos en las opiniones empresariales, pero sin llegar a romperse la tendencia general de recuperación. En el cuarto trimestre de 1978 el consumo de energía eléctrica presentó una tasa moderada de crecimiento y volvieron a aumentar también las exportaciones. En esta última parte del año la mejoría en las opiniones empresariales, que a principios de año pareció concentrarse más en el sector de bienes de consumo, se extendió a las industrias de bienes intermedios, mientras que la actividad del sector de bienes de inversión permaneció fuertemente deprimida. En los primeros meses de 1979 se ha acelerado el crecimiento del consumo de energía eléctrica y ha persistido la mejoría apuntada en 1978 por los resultados de las encuestas, sobre todo en las previsiones de producción, que habían retrocedido algo a fines de 1978. En cuanto al empleo industrial, que retrocedió de forma acusada en el primer semestre de 1978, permaneció estabilizado en los dos últimos trimestres de dicho año.

Como puede deducirse de lo anterior, frente a un incremento muy modesto de la producción industrial en 1978, que estuvo acompañado de un retroceso en el nivel de empleo y de un menor grado de utilización de la capacidad productiva, las encuestas de opiniones empresariales (gráfico II-1) presentaron, a partir del segundo trimestre del año, un perfil indicativo de una lenta recuperación. La actividad industrial ha descrito un ciclo de crecimiento cuyo punto de arranque se situaría en los primeros meses de 1975, para pasar después a registrar una etapa de expansión que se prolongó durante dicho año y que alcanzó su nivel máximo en los primeros meses de 1977. La segunda parte de 1977 correspondió a una nueva etapa de depresión que, según los resultados de las encuestas, alcanzó su punto más bajo en los primeros meses de 1978. A la etapa de lenta recuperación industrial que ha ocupado casi los tres últimos trimestres de 1978 le han correspondido aumentos moderados de la producción que han estado impulsados básicamente por el aumento de la demanda de consumo, sobre todo en la primera parte de 1978, y por la fuerte expansión de las exportaciones.

GRAFICO II-1

Opiniones empresariales en la industria: previsiones de producción



Las industrias productoras de bienes de consumo han presentado en 1978 el mayor porcentaje de crecimiento dentro de las industrias de manufacturas. La información disponible señala que fueron los sectores productores de bienes de consumo corriente, sobre todo alimentación, los que registraron los mayores aumentos de producción. En la evolución seguida por numerosos sectores productivos, las exportaciones tuvieron un peso crucial. Así, la exportación absorbió el 48 % de la producción siderúrgica, el 18,8 % en vehículos industriales pesados, el 47 % en autobuses, el 38 % en turismos, el 22,3 % en electrodomésticos y el 13,6 % en fibras químicas. La exportación ha constituido, pues, la salida de numerosos sectores industriales españoles ante la débil demanda interior. Esta última parece haber tomado, no obstante, mayor fuerza en los últimos meses de 1978 y principios de 1979, según se deduce de los últimos resultados de las encuestas de la Cámara de Comercio de Barcelona, en los que aparecen bastante recuperados los pedidos nacionales y más deprimidos los pedidos exteriores. La persistente depresión de los sectores industriales destinados a la producción de bienes de inversión aparecía como el punto más negativo de la situación industrial al iniciarse el año 1979. Han sido ya varias las etapas de

recuperación económica que han tenido una corta duración al no actuar el mecanismo acelerador de la inversión y agotarse pronto el empuje proporcionado a la producción por parte de la demanda de consumo.

1.3. Construcción

El sector de la construcción experimentó en 1978 un descenso real tanto en la obra realizada como en el valor añadido generado. El nivel de empleo del sector retrocedió de forma acusada, mientras que el crecimiento de los costes totales en 1978 experimentó una importante desaceleración respecto del año anterior. El subsector de la vivienda ofreció un perfil más deprimido que el conjunto de las restantes actividades, sobre todo en el componente de viviendas de protección oficial.

En el cuadro II-11 se han recogido las tasas anuales correspondientes a los principales agregados relativos al conjunto del sector, mientras que en el

CUADRO II-11

Construcción: evolución interanual de los principales indicadores relativos al conjunto del sector

Porcentajes

	Tasas de crecimiento interanual	
	1977/1976	1978/1977
INVERSIONES EN CONSTRUCCION. PRECIOS CONSTANTES:		
Estimación Servicio de Estudios Banco de España	- 0,5	- 2,5
Estimación SEOPAN	- 0,3	- 3,8
LICITACION Y CONTRATACION. SEOPAN:		
Licitación Oficial. Precios corrientes	28,0	- 1,2
Licitación Oficial. Precios constantes	8,7	-15,8
Licitación residencial privada, a precios corrientes	6,5	4,0
Licitación residencial privada, a precios constantes (a)	- 9,6	-11,5
EMPLEO:		
Personas ocupadas	1,0	- 3,4
COSTES (b):		
Total	21,2	15,2
Energía	17,0	2,2
Cemento	39,3	14,3
Siderúrgicos	7,7	26,8
Salarial	27,0	23,1
Consumos intermedios	22,7	14,6
Módulo Viviendas Protección Oficial (c)	18,6	15,9

FUENTE: **INE y SEOPAN.**

(a) Se le aplica el mismo deflactor que a la Licitación Oficial.

(b) Aumento diciembre-diciembre.

(c) Media simple de los aumentos provinciales.

II-12 se han incluido las tasas anuales y el perfil semestral de los principales indicadores disponibles. En principio, puesto que no se dispone de cifras de Contabilidad Nacional para 1977-78, se ha considerado que un descenso del -2,5 % en la inversión realizada en construcción en 1978 parece coherente con la marcha seguida por el conjunto de indicadores del sector y por los principales agregados macroeconómicos. Con independencia de la tasa definitiva de variación en 1978, el hecho más destacable es que, después de tres años consecutivos caracterizados por un cierto estancamiento en los niveles de actividad del sector, el clima general ha sido aún más deprimido en 1978. El descenso en el valor real total de la obra construída ha sido más fuerte en el sector público que en el privado. La obra pública licitada en 1978 descendió, según SEOPAN, en términos nominales, y fue muy moderado el crecimiento de la contratación privada de carácter residencial. En conjunto, el mercado de obra nueva mantuvo un nivel similar al del año anterior en términos de precios corrientes, lo que supuso un notable retroceso real del mismo, a la vista del todavía importante aumento registrado en los costes. El consumo aparente de cemento experimentó, por el contrario, un aumento positivo del 1,1 % en 1978, que es inferior al crecimiento del 2,2 % de 1977. No pueden precisarse las causas de la contradicción entre el descenso real de la obra construída y el aumento positivo experimentado en el consumo de cemento, pero basta este dato como indicación de las difi-

CUADRO II-12

Construcción: evolución semestral de los principales indicadores (*) (a)

Porcentajes

	1977/1976	1978/1977	1977		1978	
			I	II	I	II
1. Consumo aparente de cemento	2,2	1,1	4,1	- 1,7	4,6	- 4,3
2. OPINIONES EMPRESARIALES. RITMO DE ACTIVIDAD ONSERVADO:						
Total sector	- 7	- 4	- 5	- 9	- 3	- 5
Construcciones industriales	1	-11	13	15	-11	-10
Vivienda	- 5	- 2	- 6	- 4	- 5	1
Ingeniería Civil	- 19	- 2	- 19	-19	4	- 8
3. EMPLEO (Encuesta Población Activa):						
Variación número personas ocupadas ...	1,0	- 3,4	0,7	4,7	- 5,8	- 6,4
Variación absoluta número de parados ...	-6.500	42.200	-6.700	15.300	23.250	22.450
4. COSTES						
Coste total	18,0	17,8	16,9	21,2	17,2	16,1
Coste salarial por persona ocupada ...	30,6	25,1	31,8	24,9	27,4	20,9
5. Porcentaje de empresas con dificultades de financiación en el sector construcción	45	43	43	47	42	45

FUENTE: OFICEMEN, INE, SEOPAN, Cámara de Comercio e Industria de Barcelona.

(a) Las tasas intersemestrales están elevadas a términos anuales.

cultades existentes, en la situación actual de la información estadística, para precisar cuál ha sido la variación efectivamente experimentada por el conjunto del sector en 1978. Añádase a lo anterior que, según la encuesta de opiniones empresariales correspondiente a la construcción, el ritmo de actividad total disminuyó menos en 1978 que en 1977, lo que es otro dato contradictorio.

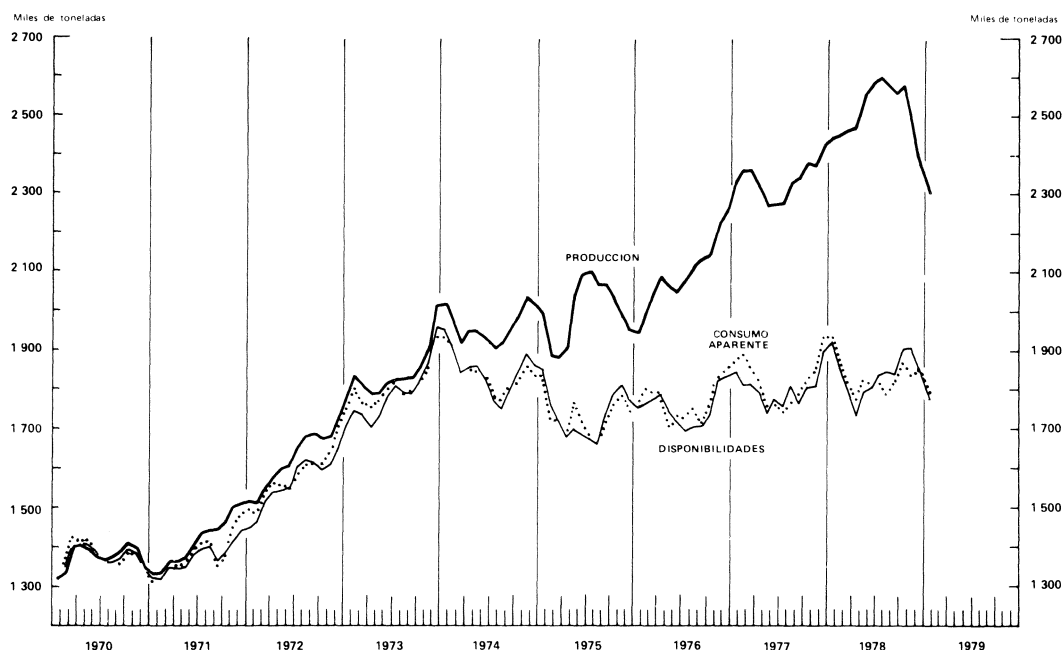
El bajo nivel de actividad del sector indujo un retroceso del volumen de empleo en 83.700 personas, que contrastó con un aumento de 25.200 en 1977. El crecimiento de los parados que han trabajado anteriormente en el sector ha sido de 42.000 personas en 1978. Los costes de construcción ofrecieron una evolución menos expansiva que en años anteriores. Así, frente a un aumento del 21,2 % entre diciembre de 1977 e igual mes de 1976, el crecimiento registrado en los doce meses de 1978 fue del 15,2 %. El aumento de los costes correspondientes a los consumos intermedios fue del 14,6 % en 1978, frente al 22,7 % de 1977, mientras que los costes salariales aumentaron en un 23,1 %, frente al 27 % de 1977.

La evolución registrada a lo largo de 1978 por los indicadores correspondientes al sector señala que el nivel de actividad del mismo fue, en promedio, más alto en el primero que en el segundo semestre (gráfico II-2). En 1977 se había registrado, a su vez, un fuerte retroceso en la segunda parte del año, que había terminado, no obstante, con ciertos indicios de reactivación. Esta evolución más positiva pareció prolongarse, aunque con escasa fuerza, durante la primera parte de 1978. En particular, fue el subsector de ingeniería civil el que presentó una situación más expansiva mientras que la demanda de nuevas viviendas pareció recuperarse algo en esta parte del año. Esta tendencia positiva desapareció en el tercer trimestre del año, y el conjunto del segundo semestre fue negativo, como lo indica el que el consumo de cemento, después de crecer en más de un 4,5 % en los primeros seis meses sobre el semestre anterior, retrocediera en un -4,3 % en la segunda parte de 1978. En los últimos meses del año mejoraron algo los resultados de las encuestas de opiniones correspondientes al sector y volvió a crecer el consumo de cemento, pero esta tendencia no se ha visto después confirmada en los primeros meses de 1979. Es también destacable la mayor importancia que las empresas asignaron a las dificultades de financiación en cuanto factor limitativo de la producción en el último trimestre de 1978.

En el cuadro II-13 se ha recogido la evolución de los principales indicadores correspondientes al subsector de la vivienda, el cual supuso aproximadamente la mitad del valor de la obra total construida en 1975-76, según la Contabilidad Nacional. En 1978 descendieron en un 15 % los proyectos de nuevas viviendas visados por los Colegios de Arquitectos, mientras que

GRAFICO II-2

Cemento: producción, disponibilidades y consumo aparente (a)



(a) Disponibilidades: Producción + Importaciones – Exportaciones. Consumo aparente: Ventas + Importaciones – Exportaciones.

CUADRO II-13

Vivienda: principales magnitudes

Miles de viviendas

	1975	1976	1977	1978
VIVIENDAS PROYECTADAS:				
Total	388,7	378,3	405,2	341,0
Libres	228,1	252,1	264,9	230,2
Protegidas	160,6	126,2	140,3	110,8
VIVIENDAS TERMINADAS:				
Total	374,4	319,8	322,5	336,8
Libres	177,9	157,5	158,4	173,6
Protegidas	196,5	162,3	164,1	163,2
VIVIENDAS DE PROTECCION OFICIAL:				
Solicitudes de calificación provisional	264,6	181,8	164,0	129,9
Calificaciones provisionales	218,4	201,6	164,4	144,0
Viviendas iniciadas	196,3	207,3	140,5	132,8

FUENTE: Ministerio de Obras Públicas y Urbanismo.

las viviendas terminadas pasaron de 322.500 en 1977 a 336.800 en 1978. La evolución de las viviendas protegidas fue más negativa en 1978 que la de las libres, puesto que el descenso experimentado por los proyectos de viviendas de protección oficial fue más acusado que en las restantes viviendas y se terminaron menos viviendas protegidas en 1978 que en 1977, al contrario de lo sucedido en las viviendas libres. Los restantes indicadores correspondientes a viviendas protegidas, esto es, las solicitudes de calificación provisional presentadas, las calificaciones provisionales y las viviendas iniciadas, descendieron asimismo en 1978. En consecuencia, el número de viviendas protegidas, en construcción y terminadas, puede descender en el próximo futuro. El que en el año 1978 se terminasen 336.800 significa que se está cubriendo el aumento vegetativo de la demanda y que también se reduce una parte del déficit existente, que parece situarse en torno a las 250.000 viviendas, en términos cuantitativos.

El bajo ritmo de iniciación y construcción de viviendas en 1977-78 ha estado afectado, probablemente, por una pluralidad de factores. En primer lugar, el más lento ritmo de avance de las rentas reales disponibles de las familias y el fuerte aumento de los costes de la construcción han tenido a reducir la demanda. Esta se ha visto, además, afectada por la cuantía y condiciones de la financiación a los compradores de viviendas: los nuevos préstamos-vivienda concedidos por las Cajas de Ahorro han crecido a tasas situadas entre un 13 y un 14 % en 1977-78, frente a un crecimiento anual superior al 30 % entre 1973 y 1976; y, al mismo tiempo, ha descendido el porcentaje de dichos préstamos concedidos al amparo del coeficiente de préstamos concedidos al amparo del coeficiente de préstamos de regulación especial (que está sometido, como es sabido, a un proceso de reducción) y se ha ampliado el porcentaje de préstamos concedidos en régimen libre, en condiciones menos favorables para los prestatarios. En los últimos meses de 1978 se registró, además, un fuerte descenso de los préstamos-vivienda concedidos por el Crédito Oficial. Además, la reforma fiscal ha desalentado la adquisición de viviendas como medio de mantenimiento rentable de riqueza. En fin, los importantes cambios introducidos, en 1978, en la legislación correspondiente a las viviendas de protección oficial ha tenido que afectar a los proyectos referentes a éstas últimas. Las normas más importantes aparecidas en dicho año fueron el Real Decreto-Ley 31/1978 de 31 de octubre, sobre política de viviendas de protección oficial, y el Real Decreto 3.148/1978 de 10 de noviembre, este último aparecido en el Boletín Oficial del Estado de 16 de enero de 1979. Los puntos más destacados del Real Decreto-Ley 31/1978 son la definición del concepto de vivienda de protección oficial, la posibilidad de emisión de cédulas y bonos hipotecarios por parte del Crédito Oficial a efectos de concesión de préstamos-vivienda cualificados y, como punto más importante, la posibilidad de concesión de

la Ayuda Económica Personal a adquirentes y usuarios en función de los niveles de renta y condiciones familiares, a efectos de adquisición de viviendas de protección oficial. El Real Decreto 3148/1978 de 10 de noviembre (BOE 16 enero 1979) ha desarrollado los puntos más importantes del citado Real Decreto-Ley. El nuevo sistema establecido en el Real Decreto 3.148-1978 se ha desarrollado después en sucesivas Ordenes Ministeriales, por lo que es preciso que pase algún tiempo a fin de apreciar en qué medida la nueva normativa va a ser un marco conveniente que contribuya a mejorar la deprimida situación actual de la vivienda de protección oficial en particular y del conjunto del sector de la vivienda en general.

1.4. Servicios

El sector servicios experimentó en 1979 un crecimiento real situado en torno al 3,2 %, con lo que, de los 2,8 puntos porcentuales en que creció el PIB total, 1,7 puntos se debieron a su aportación.

En el cuadro II-15 se ha resumido la evolución de los principales indicadores correspondientes al sector. El crecimiento real del 3,2 % se consiguió

CUADRO II-14

Sector Servicios: tasas interanuales de los principales indicadores

	1976/1975	1977/1976	1978/1977
INDICADORES RELATIVOS AL CONJUNTO DEL SECTOR:			
Valor añadido, precios constantes. Contabilidad Nacional	1,8	3,4	3,2
Población ocupada en el sector	0,7	1,4	-0,5
Productividad por persona ocupada	1,1	2,0	3,7
Proporción de parados sobre la población activa del sector. Porcentaje absoluto	2,4	2,4	3,2
INDICADORES RELATIVOS A RAMAS CONCRETAS DE ACTIVIDAD:			
HOSTELERIA, RESTAURANTES Y CAFES:			
Extranjeros entrados en España	- 0,1	15,1	17,0
Ingresos por turismo (pesetas)	3,6	51,2	33,0
Ingresos por turismo (dólares)	-11,1	33,2	31,8
TRANSPORTE POR FERROCARRIL:			
Viajeros-kilómetro	3,3	2,9	-2,4
Toneladas-kilómetro	0,6	7,0	-5,6
Índice de actividad ferroviaria (a)	2,2	4,5	-3,7
OTROS TRANSPORTES:			
Consumo de gas-oil (b)	28,1	-1,8	-2,9
Transporte aéreo. Pasajeros	1,6	11,1	12,0 (c)
Transporte aéreo. Mercancías	6,2	16,7	12,6 (c)
COMUNICACIONES:			
Total de conferencias telefónicas	22,5	12,2	14,2

FUENTE: INE, RENFE, CAMPSA, C.T.N.E.

(a) Media ponderada de las series de viajeros-km. y toneladas-km.

(b) Incluye sólo el consumo para transporte.

(c) Media enero-octubre 1978 sobre igual período 1977.

con una disminución en un 0,5 % del empleo del sector, lo que supone un aumento del 3,7 % en la producción por persona ocupada. Aunque el número total de parados que trabajaron anteriormente en los servicios aumentó en 54.500 a lo largo de 1978, el porcentaje promedio de parados sobre la población activa del sector fue sólo del 3,2 % en el conjunto del año, muy inferior al 7,5 % correspondiente al total de las actividades económicas.

El comportamiento inflacionista de los servicios en 1978 fue más moderado, en términos relativos, que en años anteriores, puesto que los tres componentes generales del índice de precios de consumo que corresponden enteramente a servicios, esto es, los relativos a «servicios médicos», «transportes y comunicaciones» y «esparcimiento y enseñanza» registraron aumentos no superiores al que experimentó el índice general de precios de consumo.

Puesto que los consumos privado y público experimentaron en 1978 tasas reales de crecimiento superiores a las de 1977, mientras que el sector servicios registró un crecimiento ligeramente inferior, ello significa que las ramas de actividad incluidas en el sector y correspondientes a servicios personales debieron tener un comportamiento más expansivo que las ramas ligadas a actividades industriales y de construcción. Los descensos que en 1979 experimentaron tanto el consumo de gas-oil para transporte como el indicador de toneladas-kilómetro correspondiente a transporte ferroviario, pueden estar relacionados con dicha evolución. Al igual que en 1977, destacó, en 1978, el fuerte aumento de los servicios proporcionados por las Administraciones Públicas y los ligados al turismo, dado el fuerte crecimiento que experimentaron, por una parte, los gastos de consumo público y, por otra, los turistas entrados y los ingresos de divisas derivados del turismo.

En cuanto al perfil seguido por la actividad del sector a lo largo del año, ésta pareció seguir una evolución uniforme, sin que apareciese una desaceleración en la segunda mitad del año, como sucedió en la industria y en la construcción. Esto último contribuyó a otorgar estabilidad a la evolución general de la actividad económica en el transcurso del año, así como a acrecentar aún más el peso del sector en el valor total de la producción.

2. DEMANDA

Las exportaciones de bienes y servicios y, en menor medida, el consumo interior, público y privado, y la inversión pública, por este orden, han sido

los factores impulsores de la actividad económica en 1978. La formación privada bruta de capital ha continuado retrocediendo tanto en inversión en equipo como en construcción. El resultado global ha sido un estancamiento de la demanda interna y un incremento del excedente exterior, que se ha constituido así en responsable del crecimiento real de la economía española en 1978.

El cuadro II-15 permite observar la evolución anual de los diversos componentes de la demanda en términos reales durante los años de crisis y compararla con los promedios correspondientes al período 1971-1974. Los rasgos más acusados de la fase de crisis son el retroceso, año tras año, de la inversión y el lento crecimiento del consumo privado, en tanto que el excedente exterior pasa a actuar como importante factor de estímulo a partir de 1977. Otra característica importante ilustrada por el cuadro II-15 es la relativa estabilidad del avance de la demanda del sector público que mostró, en 1978, tasas de crecimiento real similares a las registradas, como promedio, en el período 1971-1974. El estancamiento de la demanda interna se ha centrado, por tanto, en la demanda del sector privado, que, exceptuando el año 1976, ha mostrado tasas negativas de variación a lo largo del período de crisis.

CUADRO II-15

PIB: componentes de la demanda y demandas sectoriales

Tasas de crecimiento, a precios constantes

	Media 1971-74	1975	1976	1977	1978
1. Consumo privado	6,5	1,8	2,8	0,2	1,3
2. Consumo público	6,5	6,0	5,5	4,5	7,5
3. Formación bruta de capital	8,9	-4,9	-2,8	-1,7	-6,0
3.1. Inversión del sector privado	9,2	-7,0	-2,1	-2,1	-7,2
3.2. Inversión pública	5,4	16,0	-0,5	1,5	3,2
4. Demanda interior del sector privado (1 + 3.1)	7,2	-0,5	1,3	-0,4	-0,6
5. Demanda interior de las Administraciones Públicas (2 + 3.2)	6,3	8,2	3,9	3,8	6,7
6. DEMANDA INTERIOR (1 a 3 = 4 a 5)	7,1	0,4	1,6	0,2	0,3
7. Exportaciones de bienes y servicios	8,2	-1,3	9,4	10,4	11,5
8. Importaciones de bienes y servicios	10,7	-2,6	5,7	-5,3	-4,5
9. PIB, A PRECIOS DE MERCADO (6 + 7 - 8)	6,9	0,6	2,0	2,6	2,8

FUENTE: INE y Banco de España.

2.1. Demanda interna

El crecimiento del consumo privado y del gasto público se ha visto compensado por el retroceso de los componentes de inversión privada, de

modo que la demanda interna en su conjunto, sólo ha avanzado un 0,3 % en términos reales, en 1978.

El **consumo público** en términos reales ha avanzado un 7,5 % en 1978, tasa superior a la registrada en los años precedentes y que es una consecuencia de los aumentos en los gastos de personal y en las compras de bienes y servicios. En efecto, en el pasado ejercicio ha aumentado la plantilla de funcionarios como resultado del incremento de efectivos en Educación y en la Policía Nacional y como consecuencia de la absorción de los trabajadores de la A.I.S.S. por la Administración del Estado. Este último renglón introduce, desde luego, un elemento anómalo que tiende a exagerar el crecimiento de los gastos públicos corrientes en 1978. Las compras de bienes y servicios de consumo, que habían estado prácticamente congeladas en los años anteriores, han experimentado también un incremento sustancial en 1978. La importancia del consumo público es todavía modesta en España, pero su participación en el PIB ha sido creciente en los últimos años, habiendo pasado del 9,9 % del PIB en el comienzo de la actual crisis, al 10,9 % en 1978. Adviértase, por otra parte, el importante aumento del deflactor del consumo público en 1978, superior al registrado por los deflactores de los demás componentes de la demanda.

El **consumo privado** registró una tasa de crecimiento del 21,3 % en términos monetarios y del 1,3 % en términos reales en 1978. Su incremento nominal fue inferior al 24,7 % registrado en 1977, pero la menor elevación de los precios al consumo permitió un crecimiento real que, aunque modesto, fue superior al 0,2 % observado en el año precedente.

El Servicio de Estudios del Banco de España ha realizado una estimación de la renta disponible de las economías domésticas y su distribución entre consumo y ahorro que aparece en el cuadro II-16. De acuerdo con esta estimación, la redistribución de rentas desde las de la propiedad y la empresa hacia el renglón de salarios brutos que había venido observándose en los cuatro años anteriores, se ha detenido en 1978. La evolución de los salarios brutos se ha visto reforzada por el notable incremento de las prestaciones sociales, cuyo efecto positivo sobre la renta disponible de los perceptores ha superado al efecto negativo de las cotizaciones sociales. El notable crecimiento de los impuestos directos y, especialmente, del que gravaba los rendimientos sobre el trabajo personal, ha reducido, por su parte, el aumento del renglón de renta disponible que, no obstante, ha crecido un 22,8 % y un 2,6 % en términos nominales y reales, respectivamente, en 1978. Si se comparan estas cifras con las registradas en 1977, se advierte que el crecimiento de la renta disponible de las familias en términos nominales se desaceleró entre ambos años y que, sin embargo, la renta disponi-

ble en términos reales avanzó más en 1978 que en 1977 (2,6 % frente al 0,4 %, respectivamente). La relativa moderación salarial aceptada en los Pactos de la Moncloa ha coincidido así con un mayor crecimiento de las rentas reales disponibles para el gasto, merced a la desaceleración de los precios al consumo registrada a lo largo del año. Lo mismo cabe decir acotando la afirmación a las rentas disponibles del trabajo en términos reales, lo cual indica la débil relación existente entre el comportamiento de los salarios monetarios y la evolución del poder efectivo de compra de las rentas del trabajo.

Según las estimaciones del Servicio de Estudios del Banco de España, el comportamiento de la demanda privada de consumo en términos reales habría sido similar al expuesto para las rentas reales disponibles para el gasto: habría aumentado más en 1978 (1,3 %) que en 1977 (0,2 %). Ello habría coincidido, sin embargo, con una elevación de la propensión media al ahorro de las familias desde el 9,7 % en 1977 hasta el 10,8 % en 1978, interrumpiendo así la tendencia al descenso de dicha propensión que había venido siendo un rasgo característico de la crisis actual desde 1974. Esta recuperación de la propensión media al ahorro de las familias en 1978 se debe, sin duda, parcialmente, a la importante mejora registrada por el excedente de los agricultores; pero también parece señalar un cambio de comportamiento que tendería a alinear las familias españolas con lo que ha sido la experiencia de la gran mayoría de los países industriales durante la presente crisis. En efecto, durante los años en que la atonía de la actividad era más profunda, el paro aumentaba y las tasas de inflación eran más elevadas, los consumidores de los países industriales tendieron a incrementar su propensión media al ahorro como respuesta a la gran incertidumbre que dominaba el futuro inmediato. En España, por el contrario, la propensión media al ahorro de las familias descendió continuamente, desde 1974 a 1977, como reflejo del deseo de conservar los niveles de consumo alcanzados e incluso de protegerse frente a la inflación mediante la compra de bienes de consumo duradero. Esta tendencia parece haberse detenido e incluso invertido en 1978, tal vez como consecuencia del aumento del paro resultante de despidos. Las estimaciones de referencia atribuyen un 37,3 % de incremento al ahorro nominal neto de las familias en 1978 (22,5 % en 1977). (Véase cuadro II-16.)

Las encuestas empresariales relativas a las industrias productoras de bienes de consumo no muestran, en promedios anuales, una mejoría apreciable entre 1977 y 1978. Sin embargo, los perfiles temporales indican que la contracción iniciada en el segundo trimestre de 1977 tocó fondo en el primer trimestre de 1978 para dejar paso a una posterior mejoría que se observa tanto en los niveles de existencias como en las carteras de pedidos y

Cuenta de renta disponible de las familias (a)

Tasas de crecimiento, a precios corrientes				
	1975	1976	1977	1978
Masa salarial bruta	21,5	22,5	27,0	23,0
Rentas de la propiedad y la empresa	10,9	12,3	22,0	22,0
Prestaciones sociales	27,1	26,3	35	40,2
Transferencias corrientes netas de las Administraciones Públicas	6,4	22,3	25	28,0
Transferencias corrientes netas del resto del mundo	12,6	18,0	27,0	24,5
Menos: impuestos directos sobre economías domésticas	35,6	35,5	40,3	68,0
Menos: cotizaciones sociales	32,9	24,8	37,2	26,8
RENTA DISPONIBLE	16,6	18,8	24,5	22,8
Consumo privado	18,3	20,7	24,7	21,3
Ahorro de las familias	5,0	3,9	22,5	37,3
Ahorro/Renta disponible (b)	11,2	9,8	9,7	10,8

FUENTE: INE y Banco de España.

(a) Estimación.

(b) Porcentajes absolutos.

las previsiones de producción a partir del segundo trimestre del año. La reposición de rentas reales a través de los convenios colectivos es la principal causa de esa mejora del consumo privado en la primavera, a la que vinieron a sumarse, más tarde, los efectos de los fuertes incrementos de rentas agrarias resultantes de las buenas cosechas. Estos impulsos tendieron a debilitarse, desde luego, en la segunda parte del año, y ello explica parcialmente la inflexión de las opiniones empresariales del sector en el tercer trimestre del año. Posteriormente, sin embargo, de cara a 1979, los indicadores de opinión mostraron una nueva recuperación. El cuadro II-17 indica que la reacción de las opiniones empresariales relativas a las carteras de pedidos fue intensa en el subsector de vestido, calzado y gastos diversos y más modesta en los demás. El subsector de bienes de consumo duradero y transporte acusó una ligera caída en el número de automóviles matriculados —aunque el consumo de gasolina aumentó en mayor medida que en 1977—; pero otras líneas de este complejo subsector productivo han registrado importantes aumentos en las ventas, como es el caso de los televisores en color.

La **formación bruta del capital** continuó, en 1978, de modo muy acentuado, el descenso iniciado cuatro años atrás. El valor en pesetas constantes de las inversiones privadas y públicas en 1978 sólo fue el 86 % de lo invertido en 1974 y fue aproximadamente igual al valor de la inversión en 1972. Esto no quiere decir que la inversión sea negativa sino que el producto real destinado a la misma fue inferior en un 14 % al del año 1974. El porcentaje del

Consumo privado: Resumen de los principales indicadores (*)

	Tasas anuales		Tasas intertrimestrales (a)						
	1977	1978	1977		1978				1979
			III	IV	I	II	III	IV	I
Matriculación de automóviles	7,0	- 1,3	-28,4	- 9,5	24,2	33,0	-35,8	- 2,7	- 4,8
Consumo de gasolina ...	3,7	9,1	1,6	0,3	24,9	- 5,1	18,7	1,9	13,2
ENCUESTA DE OPINIONES. INDUSTRIAS DE BIENES DE CONSUMO. SALDOS (b):									
Cartera de pedidos	-30	-40	-36	-43	-50	-45	-36	-30	-28
Nivel de existencias producidos terminados	5	19	6	16	31	23	14	10	13
Previsiones de producción	4	4	6	- 9	- 3	0	13	5	6
Desglose sectorial de las previsiones de producción:									
Alimentos y bebidas ...	5	8	10	0	5	9	15	5	13 (c)
Vestido, calzado y diversos	- 8	0	- 6	-19	- 9	- 8	13	5	3 (c)
Bienes de consumo duradero	7	- 5	6	-10	-10	- 6	- 6	1	6 (c)

FUENTE: INE y Ministerio de Industria.

- (a) Trimestre sobre trimestre anterior, elevado a tasa anual.
 (b) Diferencias entre porcentajes de respuestas de distinto signo.
 (c) Media de enero y febrero.

PIB dedicado a formación bruta de capital ha sido el 19,9 % en 1978, cuando en 1974 fue el 27 %

La **inversión privada** ha registrado la evolución más negativa. La recesión de los últimos años ha reducido la tasa de crecimiento de las ventas mientras que los costes salariales han aumentado de tal manera que el margen de beneficios se ha visto fuertemente comprimido. El excedente de explotación, en 1970, era todavía del 43 % de la Renta Nacional mientras que la participación de los salarios representaba el 56 %. Desde aquel año ha continuado el trasvase de población de la categoría de empresarios-trabajadores-asalariados por cuenta ajena, movimiento que se traduce en una disminución del excedente y en un aumento proporcional de los salarios. Junto a este componente estructural, los factores cíclicos de la fase de recesión han llevado al excedente de explotación a porcentajes del 38 %, 35,4 %, 34,9 % y 35,4 %, respectivamente, en los cuatro últimos años 1975-1978. La ligera recuperación del excedente de 1978 está muy influida por el excelente año agrícola y la magnífica temporada turística, mientras que los excedentes de los sectores industrial y de la construcción han debido seguir, en su conjunto, la evolución de los años anteriores. Existe, por

otra parte, un importante exceso de capacidad en la industria, que no se ha corregido durante los últimos doce meses. En 1978, el porcentaje de utilización de la capacidad industrial fue del 80 % (87 % en primer trimestre de 1974). Persisten, además, problemas básicos que afectan a las decisiones de inversión, tales como el inadecuado marco de relaciones industriales y la incertidumbre que oscurece el futuro en el campo energético. Finalmente, la inversión privada acusó, en el pasado año, los resultados de la política de saneamiento que, en el campo financiero, se expresó en fuertes alzas en el coste de la financiación y en una restricción en las disponibilidades de fondos de préstamo.

El índice de inversión aparente en capital fijo, incluida la construcción, ha marcado un descenso del 4,3 %, tasa análoga a la del año 1977 y superior al retroceso del 3,6 % en el año 1976. La parte correspondiente a la inversión en equipo ha registrado un descenso del 1 % de la producción interna, con un crecimiento del 8,2 % en las exportaciones y un descenso del 7,4 % en las importaciones de maquinaria y bienes de equipo cuyo efecto conjunto determina una disminución marcada por el índice de inversión aparente del 6,3 % de la inversión en bienes de equipo. Otros indicadores cuantitativos señalan —véase cuadro II-18— que el índice de matriculación de bienes de inversión ha sido positivo mientras el consumo aparente de acero mostraba una fuerte caída, si bien el perfil temporal del año marca una importante recuperación en su segunda mitad.

No se conoce con rigor la evolución de la inversión en existencias, a falta de una información estadística adecuada. Las opiniones empresariales acusan una caída a lo largo del año con una fuerte desaceleración en su primera parte. Este perfil es común a las tres ramas industriales, aunque en el caso de la industria de bienes de inversión sea particularmente acusada y mantenga la caída durante todo el año. Las débiles perspectivas de ventas y las dificultades financieras han debido influir para que las empresas mantengan unos niveles de existencias realmente mínimos y que incluso no se hayan aprovechado exhaustivamente de la favorable cotización de la peseta en la segunda parte del año, aunque en el último trimestre las compras al exterior de productos sin elaborar e intermedios —excluido el petróleo— hayan sido el capítulo más dinámico de toda la importación. En el conjunto del año la disminución de existencias ha debido contribuir en alguna medida a la caída de la inversión.

La inversión en construcción ha retrocedido entre un 2 % y un 2,5 % en términos reales en 1978, lo que es particularmente grave por tomar como referencia un año deprimido como fue el de 1977 y, además, por la importancia que el sector de la construcción tiene en la formación de capital fijo

Inversión capital fijo, excluida construcción (a)

	Tasas anuales		Tasas intertrimestrales						
			1977		1978				1979
	1977	1978	III	IV	I	II	III	IV	I
INDICADORES CUANTITATIVOS:									
Indice matriculación bienes inversión	8,3	5,1	- 4,1	- 3,8	17,5	61,3	-35,7	14,5	- 1,9 (b)
Consumo aparente de acero	-18,8	-24,4	-15,9	-21,2	-42,1	-77,5	149,1	193,8	...
ENCUESTAS DE OPINIONES EMPRESARIALES SALDOS (a):									
Bienes de inversión. Cartera de pedidos	-45	-56	-46	-52	-56	-58	-57	-53	-53
Bienes de inversión. Nivel existencias	1	8	1	8	17	12	4	- 2	- 4
Bienes de inversión. Previsiones de producción	- 8	-16	- 9	-22	-22	-16	-11	-16	- 2
PREVISIONES DE PRODUCCION. COMPONENTES:									
Construcción naval	- 1	- 7	- 2	- 7	-13	- 6	- 3	- 5	-12
Equipo de transporte	-17	-23	-33	-13	- 5	-13	-16	-58	6
Materiales diversos	- 9	-28	-12	-28	-26	-25	-16	- 9	2
EXPECTATIVAS GENERALES DE INVERSION EN LA INDUSTRIA.	5	- 5	- 8	-11	- 6	2	- 5	1	7
PORCENTAJE DE UTILIZACION CAPACIDAD PRODUCTIVA. TOTAL INDUSTRIA	83	80	82	81	80	80	80	80	80

FUENTE: INE y Ministerio de Industria.

- (a) Diferencias entre porcentajes de valores extremos.
(b) Diciembre-enero-febrero/septiembre-octubre-noviembre.

en España. El nivel de contratación y la actividad constructora se han mantenido muy bajos durante todo el año 1978 y sus efectos se han prolongado en los primeros meses del actual. En el pasado mes de febrero, sin embargo, las expectativas de nuevas contrataciones han mejorado de modo sensible, lo que pudiera anticipar una recuperación del sector durante el año 1979. Sin embargo, la crisis en el sector de la vivienda ha sido muy profunda y aunque no existe un indicador del número total de viviendas en construcción que incluya las libres, la información sobre el número de viviendas aprobadas de protección estatal indicaba 144.352 unidades a finales de 1978, inferior en un 12,5 % al de 1977 y en un 29 % al de 1976. Asimismo el número de viviendas en construcción de protección estatal era, en diciembre de 1978, de 311.000 frente a 375.000 y 426.000 en los correspondientes meses de 1977 y 1976, respectivamente. El índice de inversión apa-

rente, también en diciembre de 1978, era un 13 % inferior al del mismo mes del año anterior, y su media del año supone una disminución del 1,2 %, respecto de 1977, caída que, no obstante, es inferior a la estimada por SEOPAN.

La **inversión pública** ha sido ligeramente positiva gracias a la aceleración que registró al finalizar el año. Su crecimiento del 3,2 % en términos reales es muy inferior al del consumo público y probablemente debe de incluir en su interior transferencias y subvenciones para suavizar los déficits de explotación de algunas entidades que, al estar incluidas en la parte del presupuesto dedicada a inversión, se contabilizan como inversión pública efectiva. En cualquier caso, la escasa importancia cuantitativa de la inversión pública no la permitió compensar la fuerte caída en la inversión privada.

La demanda interior ha tenido un efecto restrictivo sobre la actividad en 1978. En la primera parte del año estuvo más deprimida que en la segunda, aunque la recuperación del segundo semestre no consiguió mantener el nivel de producción y los empresarios volvieron a orientar sus esfuerzos hacia la demanda exterior, como pone de manifiesto el crecimiento de las exportaciones en los últimos meses de 1978 y en los primeros de 1979.

2.2. Exportaciones e Importaciones de bienes y servicios

El excedente exterior ha sido el factor más estimulante de la economía en el año 1978, habiendo aportado 2,5 puntos al incremento estimado en 2,8 % del PIB en términos reales. La débil pulsación de la demanda interna y las dificultades financieras han alentado el crecimiento de las exportaciones de mercancías y desanimado el ritmo de las importaciones de mercancías. El excelente año turístico ha venido a completar la favorable evolución del sector exterior en 1978.

En términos del cuadro macroeconómico básico, las exportaciones de bienes y servicios alcanzaron un valor de 1.677,7 m.m., equivalentes a 22.007 millones de dólares, en el año 1978. Las importaciones de bienes y servicios, por su parte, fueron de 1.593,6 m.m., 20.842 millones de dólares. Con respecto al año 1977, las exportaciones se incrementaron un 30,3 %, en pesetas, y un 30,1 % en dólares; las tasas correspondientes de las importaciones fueron del 7,1 % y el 5,5 %, respectivamente. Utilizando como deflatores interanuales un 17 % para las exportaciones de bienes y servicios y un 12 % para las importaciones, resultan finalmente, unas tasas de crecimiento real del 11,5 % para las primeras y el -4,5 % para las segundas.

En el capítulo III se encontrará un análisis detallado de la evolución de las balanzas de bienes y servicios en el año 1978 —análisis que, en el caso de la balanza de mercancías y utilizando datos de la Dirección General de Aduanas, tiene un carácter trimestral— por lo que aquí se harán sólo unas breves consideraciones sobre las mismas.

Las exportaciones de bienes y servicios se configuraron un año más como el componente más dinámico de la demanda global. Las exportaciones de bienes continuaron en 1978 con el fuerte dinamismo iniciado tras la depreciación de la peseta a mediados del año 1977, ayudadas por el moderado comportamiento de los precios de exportación a lo largo del año y por la debilidad de la demanda interior y las dificultades de financiación. La tasa de crecimiento real, fue, así, más del doble que la registrada por el comercio mundial en 1978. En su perfil anual destaca la caída que en términos reales registraron en el tercer trimestre del año, lo que hizo que, a pesar de la fuerte recuperación del cuarto trimestre, su efecto en el segundo semestre sobre el nivel de producción interior fuese ligeramente contractivo. Este efecto se vio paliado, sin embargo, por el comportamiento de la balanza de servicios, cuyo componente de turismo y viajes mantuvo un fuerte dinamismo a lo largo de todo el año.

Las importaciones de bienes y servicios descendieron un 4,5 %, en términos reales, en el año 1978. Las importaciones de bienes reflejan en su evolución el comportamiento de la demanda interior: fuertes caídas interanuales de las compras de bienes de capital, bienes de consumo y productos sin elaborar e intermedios; y un perfil trimestral en el que la recuperación registrada el cuarto trimestre del año se basó, fundamentalmente, en un proceso de reposición de existencias ayudado, en cierta medida, por el abaratamiento de los precios de importación en pesetas derivado del comportamiento del tipo de cambio.

2.3. La política económica y la demanda global

La política económica desarrollada a lo largo de 1978 estuvo condicionada por los criterios y objetivos básicos contenidos en los Acuerdos de la Moncloa, ya descritos en el anterior Informe anual, que estructuraban una política de saneamiento articulada, de una parte, mediante una política de rentas encaminada a moderar el crecimiento de los costes monetarios y, de otra, mediante una política de regulación de la demanda que aspiraba a combatir la inflación y, junto con la depreciación del tipo de cambio, trasvasar recursos reales hacia el sector exterior. Aunque todas estas líneas de política económica son examinadas con detalle en otras partes del Informe,

se presentan aquí unas breves consideraciones relativas a su influencia sobre la demanda global de la economía durante el año 1978.

La política monetaria había de desempeñar un papel central en el esquema de regulación de la demanda programado en los Acuerdos de la Moncloa. Tras un largo período en que había quedado sola en la lucha con la inflación obteniendo resultados mediocres en la medida que los costes sociales de su actuación en solitario habían limitado la intensidad de su aplicación, la política monetaria se articulaba ahora con una política de rentas. La política monetaria ya programada desde mediados de 1977 era de signo claramente restrictivo y ponía énfasis en la necesidad de cortar, en una primera fase, las intensas expectativas inflacionistas que habían ido acelerándose desde 1976. Así, el momento de mayor tensión monetaria se centró en los últimos meses de 1977, consiguiendo probablemente el objetivo perseguido. Los Acuerdos de la Moncloa propusieron, como objetivo central de la política monetaria en 1978, mantener el crecimiento de las disponibilidades líquidas dentro de una banda acotada por las tasas del 14,5 % y el 19,5 % y centrada en la senda del 17 %. Estos objetivos eran ciertamente restrictivos, aunque, en caso de que se cumplieran las previsiones iniciales de precios, resultarían ligeramente menos restrictivos que los desarrollados en 1977: en efecto, en este año el crecimiento de las disponibilidades líquidas en términos reales había sido negativo en un 3,5 % y el correspondiente retroceso programado para 1978 era sólo del -2 %, medido respecto de la senda central de objetivos.

De hecho, los precios se comportaron incluso ligeramente mejor de lo previsto, pero la tasa de crecimiento real del PIB inicialmente programada (1,1 %) se vio superada en la realidad del año (2,8 %). Por otra parte, el fuerte excedente de la balanza de pagos —muy superior al previsto— alentó altas tasas de expansión monetaria a partir de la primavera, de modo que, a medida que avanzaba el año, el cumplimiento del objetivo monetario en la senda central del 17 % hubiera implicado forzar una intensa contracción en la segunda parte del mismo. Por todo ello, las autoridades decidieron permitir, a partir del verano, que la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas para el conjunto de 1978 se situase en el límite superior de la banda de fluctuación de objetivos (19,5 %). A pesar de esta corrección, la expansión monetaria registró un menor ritmo en la segunda parte del año que en la primera: pasada la fase de mayor contracción situada entre octubre de 1977 y enero de 1978, las disponibilidades líquidas crecieron con fuerza de febrero a julio, para moderar su ritmo de expansión hasta el final del año.

Al propio tiempo, el cumplimiento de los objetivos monetarios, aún con la

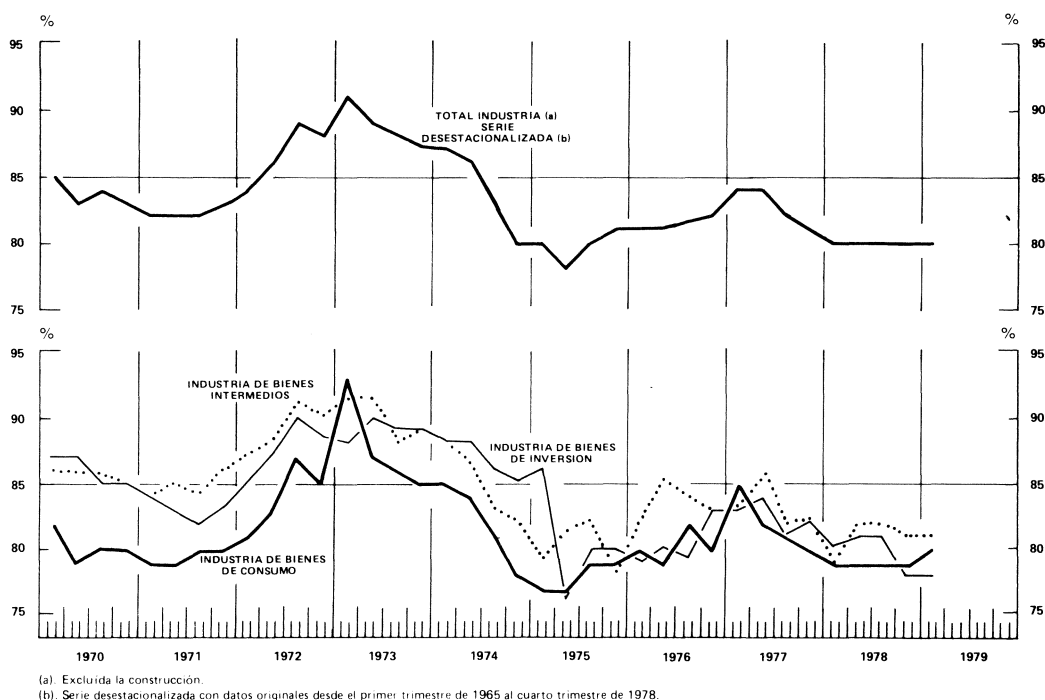
corrección indicada, unido al fuerte excedente de la balanza de pagos y al déficit del sector público, impuso un lento avance del crédito interno del sistema crediticio al sector privado de la economía. Es cierto que tanto el excedente exterior por cuenta corriente como el déficit público estaban alimentando la situación de tesorería de las empresas; y es asimismo cierto que las importantes entradas de créditos exteriores han de sumarse al crédito interno para determinar el flujo total de crédito recibido por el sector privado durante el año. No obstante, el año 1978 se ha caracterizado, aun después de tener esto en cuenta, por una importante desaceleración del crédito total al sector privado, agravada por importantes efectos de distribución; y el aumento en el grado de racionamiento del crédito y la elevación del coste de la financiación han afectado adversamente a la demanda efectiva de bienes y servicios especialmente en su componente de inversión.

La política monetaria no sólo contribuyó decisivamente a la inversión de las tendencias registradas en la evolución de los precios sino que favoreció también la generación de excedentes en la balanza de pagos tanto por cuenta corriente como por cuenta de capital. Ello generó una persistente presión alcista sobre la peseta, cuya apreciación, en términos de cambio medio efectivo frente al conjunto de las monedas mundiales, fue del 1,8 % en el primer semestre del año y del 7,3 % en el segundo. Sin ignorar los efectos que la apreciación de la peseta pueda ejercer sobre la balanza de pagos a más largo plazo, puede decirse que dichos efectos fueron inapreciables en el año 1978. La mejora del tipo de cambio contribuyó, por otra parte, a moderar las alzas de precios interiores y favoreció, por esta vía, la evolución de la demanda interna en términos reales.

Si la política monetaria, respondiendo a la prioridad otorgada a la lucha con la inflación, tuvo efectos restrictivos sobre la demanda efectiva en 1978, la política de ingresos y gastos públicos ejerció un efecto moderadamente expansivo durante el año. El déficit no financiero de las Administraciones Públicas —Estado, Seguridad Social, Organismos Administrativos Autónomos y Corporaciones Locales— alcanzó un 2,8 % del PIB en 1978 frente a un 1,2 % en el año anterior. La aportación del sector público al crecimiento del P.I.B. fue de 0,9 puntos porcentuales en 1978, en tanto que la aportación de la demanda privada interna fue negativa, de -0,6 puntos.

Tanto los ingresos como los gastos públicos crecieron a una tasa más rápida que el PIB, en 1978, si bien a ritmos monetarios inferiores a los registrados en 1977. La flexión de la tasa de incremento monetario de los ingresos públicos no financieros —25,4 % en 1978, 32,6 % en 1977— tuvo su origen en el menor ritmo de aumento de las cotizaciones a la Seguridad Social y de los impuestos sobre las empresas, la producción y la importa-

Utilización de la capacidad productiva en la industria



ción, no compensado plenamente por el mayor incremento observado en los impuestos que gravan las rentas de las familias. La ligera reducción de la tasa de incremento monetario de los gastos públicos no financieros —32,6 % en 1978; 34,5 % en 1977— tuvo su origen más en los gastos de capital que en los gastos corrientes, dentro de los cuales se observó una reducción del ritmo de avance de las subvenciones de explotación y un aumento de las tasas relativas a consumo público y prestaciones sociales.

En su conjunto, el efecto estimulante neto de la política de ingresos y gastos públicos fue muy modesto en el renglón de inversión y bastante más importante en la demanda de consumo: directamente, porque aumentó considerablemente el consumo público; e indirectamente porque la política fiscal redistributiva del año trasvasó ingresos desde los asalariados medios y altos, profesionales y empresarios hacia los grupos de trabajadores desempleados, no activos y de más bajos ingresos, con el consiguiente estímulo sobre la demanda de consumo privado.

De acuerdo con los datos disponibles, el efecto expansivo de los ingresos y

gastos públicos se acentuó en el segundo semestre de 1978 respecto del primero. El Estado forzó su acción expansiva en la segunda parte del año y la Seguridad Social ejerció efectos estimulantes de similar intensidad en ambos semestres.

3. PRECIOS Y COSTES

La notable desaceleración registrada en la tasa de inflación constituyó uno de los rasgos más favorables de la evolución de la economía española en 1978. El índice de precios al consumo, que es el indicador más utilizado para calibrar la intensidad de las tensiones, registró en 1978 una tasa media de crecimiento del 19,7 % frente a un avance del 24,5 % en 1977. La desaceleración del proceso se hace todavía más patente si se comparan los ritmos de crecimiento a lo largo del año. Y así, si el índice creció un 26,4 % entre diciembre de 1976 y diciembre de 1977, la tasa se redujo en casi diez puntos en 1978, siendo el crecimiento anual correspondiente hasta diciembre del 16,5 %.

La pérdida de fuerza del proceso se reflejó tanto en los precios de los alimentos como en los precios de los bienes y servicios no alimenticios. El componente alimenticio del índice de precios al consumo registró un avance medio del 19,2 % en 1978 frente a un 23,6 % en el año precedente. El índice no alimenticio creció un 20,1 % en 1978, frente al 25,1 % de 1977. El comportamiento relativamente más moderado en el precio de los alimentos se hace patente con más claridad si se comparan las cifras de crecimiento a lo largo del año. Las tasas correspondientes fueron del 14,7 % en

CUADRO II-19

Precios al consumo y al por mayor. Índices generales (*)

Tasas de variación

	1977/ 1976	1978/ 1977	1977 (a)				1978 (a)			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
Precios al consumo. General	24,5	19,7	29,9	23,3	35,9	19,6	15,9	18,1	18,1	12,7
Alimentación	23,6	19,2	30,8	19,6	52,5	15,9	11,6	16,8	23,3	5,9
No alimenticio	25,1	20,1	29,0	26,5	25,6	21,8	18,9	19,6	14,6	17,1
Precios al por mayor. General	17,1	14,0	20,3	9,4	31,6	12,1	9,7	15,3	12,0	10,6
Alimentación	15,8	14,9	21,1	1,2	37,1	6,5	11,1	19,7	17,2	11,8
No alimenticio	18,9	12,8	19,1	20,0	25,1	21,0	8,3	7,5	6,4	9,6

FUENTE: INE.

(a) Las tasas de variación intertrimestrales están calculadas sobre el trimestre precedente elevadas a tasa anual. Se han utilizado series desestacionalizadas.

1978 frente a un 27,1 % en 1977 para el componente alimenticio, y del 17,7 % y 26,0 % en 1978 y 1977, respectivamente, en los grupos no alimenticios. Puede decirse, por tanto, que durante 1978 los precios de los alimentos fueron un elemento moderador en el proceso inflacionista español, en contraste con el año precedente en el que la intensidad y la irregularidad de su crecimiento desempeñaron un importante papel desestabilizador en la dinámica de los precios.

Aunque las cifras anteriores son elocuentes sobre la magnitud del movimiento desacelerador en el año, lo cierto es que la tasa de inflación de la economía española aún se mantuvo en 1978 muy por encima de la tasa media de los principales países de Europa. Así el 19,7 % de crecimiento medio en el año supera en más del doble a la tasa del 8,1 % correspondiente a la media de los países de la O.C.D.E., y contrasta también de forma significativa con el crecimiento medio del 7,0 % de los países del Mercado Común. De los países de la O.C.D.E., sólo Turquía y Portugal registraron en el año tasas de crecimiento de sus precios superiores a los de la economía española.

El análisis de la evolución de los precios al consumo por grupos de productos evidencia, en lo que al componente alimenticio se refiere, que su tendencia moderadora se extendió en 1978 con generalidad a los artículos que componen el índice, con algunas notables excepciones. En especial destaca el descenso en el precio del café (-14,4 % de diciembre de 1977 a diciembre de 1978) en contraste con la fortísima subida del mismo (181,3 %) en igual período de 1977, año en el que supuso por sí sólo un crecimiento en el índice total de cerca del 1,3 %. Cabe también señalar la importante desaceleración registrada por los precios de las frutas frescas, que redujeron su ritmo de avance desde un 71,1 % a lo largo de 1977 a un 4,1 % desde diciembre de dicho año hasta diciembre de 1978, desaceleración especialmente importante no sólo por su magnitud sino por tratarse de productos de temporada que concentran sus subidas en los meses de verano provocando, cuando estas son tan intensas como en 1977, graves distorsiones e irregularidades en la evolución normal de los índices. También fueron notables los retrocesos en los ritmos de crecimiento de otros productos alimenticios como los huevos, patatas, aceites y grasas, preparados de hortalizas, bebidas alcohólicas y preparados de pescado, cuyas tasas de avance se redujeron en más del 50 % respecto de las registradas en 1977. Entre las excepciones a esta tónica general de desaceleración destacan las carnes de vacuno y cordero, el pan y el tabaco, que registraron en 1978 ritmos de avance muy superiores a los de 1977.

También en el caso de los bienes no alimenticios el descenso en el ritmo de

crecimiento de sus precios se produjo de forma casi general en todos los grupos y subgrupos de bienes que componen el índice, aunque con menor intensidad que en el caso de los alimentos. Existe, sin embargo, una importante característica diferenciadora de la evolución por productos de los precios alimenticios y no alimenticios: mientras que en los primeros las reducciones más importantes en sus ritmos de crecimiento tuvieron lugar precisamente en aquellos productos que habían mostrado mayores elevaciones en el año precedente, en el caso de los bienes no alimenticios las mayores presiones en 1978 volvieron a incidir sobre los precios de los mismos grupos de productos que soportaron las tensiones más fuertes en el año anterior, aunque con una intensidad menor. Así, los grupos de «Menaje y servicios del hogar» y «Vestido y calzado» registraron, por este orden, las tasas de crecimiento de diciembre a diciembre más elevadas, tanto en 1977 como en 1978. Bienes como el calzado y su reparación, los muebles, servicios del hogar, menaje y repuestos, publicaciones, prendas exteriores de mujer, etc., registraron en ambos años elevaciones de precios muy por encima de la evolución del índice general. El hecho es importante porque confirma, una vez más, que las verdaderas tensiones subyacentes en el proceso inflacionista español se manifiestan sobre todo en los bienes y servicios no alimenticios, con una evolución más regular y sostenida que la de los alimentos, en los que el comportamiento de factores climáticos exógenos y la propia intervención de la Administración a través de los precios regulados determinan comportamientos que no siempre reflejan las tensiones reales de la economía.

CUADRO II-20

Índice de precios de consumo: componentes no alimenticios (*)

Tasas de variación

	1977/ 1976	1978/ 1977	1977 (a)				1978 (a)			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
Vestido y calzado	29,3	22,9	32,2	34,6	25,5	28,2	23,3	16,7	18,5	20,8
Vivienda	16,8	19,7	19,1	17,8	17,8	14,1	22,1	35,0	8,3	14,2
Menaje y servicios para el hogar ..	25,3	24,4	29,9	31,3	20,9	39,2	23,5	21,2	12,8	23,3
Servicios médicos y farmacia	21,5	18,4	31,4	49,0	7,0	14,9	21,4	28,3	6,3	10,8
Transportes y comunicaciones	24,2	16,9	24,3	36,9	34,7	18,4	12,4	12,0	9,5	13,8
Esparcimiento y enseñanza	29,9	17,8	39,1	29,1	11,8	30,3	13,8	18,2	9,0	18,8
Otros gastos	32,3	20,1	38,9	22,4	28,2	21,2	18,8	18,0	14,0	24,3

FUENTE: INE.

(a) Las tasas de variación intertrimestrales están calculadas sobre el trimestre precedente elevadas a tasa anual. Se han utilizado series desestacionalizadas.

La irregularidad de la evolución del índice alimenticio, con oscilaciones en las que se superponen comportamiento estacionales difíciles de corregir, dado que sólo se dispone de datos del nuevo índice de precios al consumo

para tres años, oscurecen la evolución temporal del índice general y aconsejan un análisis separado del perfil de uno y otro componente.

El componente alimenticio del índice de precios al consumo continuó durante el primer trimestre de 1978 la tendencia a la desaceleración ya insinuada en la última parte del año anterior. Aunque en el mes de abril la tasa anual de crecimiento sobre marzo volvió a situarse por encima del 20 %, lo cierto es que casi el 60 % de dicha evolución se debió a la subida del precio del tabaco, y más del 70 % queda explicado añadiendo el impacto sobre el índice de la elevación del precio de las patatas, que había estado descendiendo en los meses precedentes. Así, en mayo, el índice evidenció de nuevo un comportamiento notablemente moderado. A partir de junio, y sobre todo en los meses centrales del verano, los avances del índice estuvieron dominados, como en el año anterior, por el comportamiento estacional de los precios de las frutas y hortalizas frescas. Por ejemplo, las tasas de crecimiento de los precios de estos dos grupos de productos en el mes de julio supusieron más del 40 % del aumento total del índice alimenticio en dicho mes. Por ello, y por razones técnicas derivadas de la construcción estadística del índice, por segundo año consecutivo su perfil presentó un marcado diente de sierra de junio a agosto, aunque de magnitud muy inferior al del año precedente. Es importante insistir en que las frutas y hortalizas, pese a las alzas estacionales en sus precios, fueron bienes que contribuyeron de forma importante a la desaceleración de la tasa inflacionista en 1978 con fuertes decensos en sus ritmos de avance en el conjunto del año. Y así, a las aceleraciones del verano siguieron en el mes de septiembre decensos absolutos en buena parte de los precios de estos bienes que, junto a un comportamiento generalmente moderado en el resto, determinaron una tasa de variación negativa en el índice alimenticio total en dicho mes. En octubre y noviembre el índice continuó evidenciando lentos ritmos de avance, para acelerarse de nuevo en el mes de diciembre, aunque sin alcanzar las cotas del verano, y debido, sobre todo, al alza del precio del pescado que basta para explicar casi el 50 % del crecimiento total del índice alimenticio en dicho mes. Puede decirse, por tanto, que, salvo algunas excepciones, el año 1978 se cerró sin tensiones excesivas en los precios de los alimentos.

El componente no alimenticio del índice de precios al consumo presentó a lo largo de 1978 un perfil más regular. Durante los cinco primeros meses del año el índice mantuvo tasas de avance sostenidas oscilando en torno al 19 % anual, moderando su ritmo entre junio y septiembre, para recuperarlo de nuevo en el último trimestre del año, en dos de cuyos meses, octubre y diciembre, volvió a superar la tasa de crecimiento anual del 19 %. Todos los subgrupos no alimenticios, con la excepción del de «vestido y calzado»

presentaron un perfil similar, aunque las tasas de avance difirieron sensiblemente en magnitud entre unos y otros. En todos ellos es patente la desaceleración del tercer trimestre del año y la recuperación del ritmo de avance en los últimos meses del mismo. Sólo en el grupo de «vestido y calzado» los menores ritmos de aumento se centraron en el segundo trimestre. Es importante advertir, además, que en el caso de los bienes no alimenticios el comportamiento del índice conjunto representa con bastante aproximación la evolución general de los precios de los bienes que lo componen, sin que, salvo casos excepcionales, puedan detectarse, como en los alimentos, movimientos bruscos en precios de bienes aislados que dominen el valor mensual de los índices. Puede afirmarse, por tanto, que las tensiones importantes de los precios no alimenticios con que se cerró 1978 afectaron de forma general a la mayor parte de los bienes que componen el índice.

La evolución de los índices de precios al por mayor confirma la desaceleración del proceso inflacionista español en 1978, pero con una diferencia en relación con la evolución de los precios al consumo y es el mayor impacto moderador del componente no alimenticio respecto de los alimentos. También existen diferencias en la evolución temporal, a lo largo del año, de los precios valorados en una y otra fase del proceso productivo. Así, los precios al por mayor de los alimentos mostraron con adelanto, ya desde abril y hasta julio, el diente de sierra que los correspondientes precios al consumo no comenzaron a evidenciar hasta junio. También en los dos últimos meses del año pudo observarse un comportamiento dispar, con mayores tensiones en los precios al por mayor alimenticios. El componente no alimenticio mostró, como en el caso de los precios al consumo, un perfil más regular con tasas de avance notablemente moderadas e incluso retrocesos absolutos en algunos meses, aunque también en la última parte del año registraron cierta aceleración.

En resumen, puede decirse que el proceso inflacionista español se desaceleró durante 1978, con disminuciones generalizadas en las tasas de avance de los diversos precios. Varios factores contribuyeron sin duda a ello: de una parte, la excepcional cosecha agrícola del año, que supuso una mayor oferta de productos del campo, dejando sentir su efecto favorable sobre los precios de los alimentos; de otra, las medidas de política económica encaminadas a doblegar la intensa espiral inflacionista de los años anteriores, desde la actuación general de la política monetaria hasta las medidas específicas de contención de determinados precios; y en fin y sobre todo, la disminución en el ritmo de crecimiento de los costes medios de producción, tanto los originados por la adquisición de **inputs** importados del exterior como los derivados de la utilización del factor trabajo.

Durante 1978 los precios de importación de la economía española, valorados en pesetas, redujeron su ritmo de crecimiento respecto del año anterior. Así, el único índice disponible elaborado directamente en base a los datos de las estadísticas de la Dirección General de Aduanas, que es el publicado por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano, registró un crecimiento medio en 1978 del 10,9 %, frente al 24,1 % de aumento en el año precedente. Como, además, la desaceleración fue acrecentando fuertemente su ritmo a lo largo del año con retrocesos absolutos desde el segundo trimestre, el índice para el conjunto del año, de diciembre a diciembre, registró una tasa de variación negativa del -7,13 % frente al avance del 29,8 % en igual período de 1977.

En un año caracterizado por una acusada inestabilidad monetaria internacional provocada por la crisis del dólar, no es fácil delimitar con precisión que parte de tan pronunciada desaceleración fue imputable al comportamiento de los precios exteriores de los productos importados, y cual se debió a la evolución del tipo de cambio de la peseta respecto de las principales divisas empleadas en las compras exteriores. En líneas generales puede decirse que aunque la evolución favorable del tipo de cambio de la peseta en relación con el año anterior fue el factor de mayor importancia en la desaceleración de los precios de importación, también el comportamiento moderado de los precios internacionales contribuyó significativamente. Así, el índice de precios de exportación del conjunto de países de la O.C.D.E. medido en términos de sus propias monedas creció en 1978 un 3,5 % frente al 6,5 % de aumento registrado en el año anterior (1). Esta favorable evolución se vio reforzada, desde el punto de vista de la importación española, por el comportamiento del precio de la energía, que en 1978 supuso alrededor del 28 % del total de las importaciones españolas. El precio de los crudos de petróleo importados por España, valorado en términos del índice de la posición efectiva de la pesetas frente a los países desarrollados, que es el índice de valoración que mejor permite la comparación con los precios de los productos de exportación de los países de la O.C.D.E., retrocedió, en el promedio de 1978, un 2,6 % frente a un crecimiento del 6,4 % en 1977. Dicho precio valorado con el índice ponderado frente al total mundial, permaneció estable en 1978 frente a un aumento del 6,8 % en el año anterior.

La favorable evolución del tipo de cambio de la peseta, sobre todo en comparación con su fuerte devaluación en 1977, fue el otro factor que contri-

(1) El mismo índice valorado en dólares evolucionó en sentido contrario pasando de una tasa de crecimiento del 8,3 % en 1977 a un 13,8 % en 1978. Esta disparidad se debió a la depreciación del dólar frente a las principales monedas, con un comportamiento inestable que obliga a la exclusión del dólar como unidad de medida en los análisis que se realicen de la evolución del comercio exterior en el año.

buyó de forma importante a la desaceleración de los precios de importación en 1978, con un impacto crecientemente positivo a medida que transcurría el año. La depreciación media de la peseta respecto del dólar, que había sido del 11,9 % en 1977, se redujo al 0,9 % en 1978. Naturalmente la evolución fue cuantitativamente menos favorable en términos del índice del valor de la peseta frente al total mundial, cuya depreciación pasó del 13,1 % en 1977 al 7,1 % en 1978, evolución similar a la registrada por el índice de valor de la peseta frente a los países desarrollados.

Por grupos de productos, y siempre de acuerdo con los datos disponibles del índice de valor unitario en pesetas de las importaciones, fueron los alimentos los que registraron una mayor desaceleración, seguidos de las materias primas y la energía, productos en los que la disminución del ritmo de crecimiento de sus precios fue también muy intensa. Por el contrario, los precios de los bienes intermedios y de consumo importados evidenciaron, para el promedio del año, desaceleraciones cuantitativamente mucho menos significativas. En el caso de los bienes importados de capital, la tasa media de crecimiento de precios del año incluso se incrementó ligeramente respecto de 1977, aunque en el aumento a lo largo del mismo, entre diciembre y diciembre, sí se evidenció una pérdida de ritmo importante.

Puede decirse de forma generalizada que la desaceleración de los precios de importación a lo largo de 1978 fue siempre mucho más intensa que la correspondiente a la media anual, tanto en el índice total como en los diferentes grupos de productos. Ello se explica por la evolución temporal crecientemente favorable a medida que transcurría el año, debida, en parte, a la desaceleración de los precios mundiales entre la primera y la segunda mitad del año, pero, sobre todo, a la continua revaluación de la peseta a partir del segundo trimestre. Tanto el índice general de valor unitario de las importaciones como los componentes de «energía, combustibles y lubricantes», «productos sin elaborar» y «alimentación» registraron retrocesos absolutos entre diciembre de 1977 y diciembre de 1978, y las tasas de crecimiento del resto de los grupos, aunque positivas, fueron mucho menores que las correspondientes a igual período del año anterior.

Aunque la disminución de la tasa de aumento de los costes de trabajo por unidad de producto fue menos acusada que la de los precios de los **inputs** importados, la desaceleración de los costes salariales fue otro importante factor determinante de la contención del ritmo inflacionista español en 1978, ya que los costes laborales representan la mayor proporción de los costes productivos totales. A la desaceleración de los costes del trabajo contribuyeron, de una parte, los descensos en el ritmo de crecimiento de los salarios monetarios y de las cotizaciones a la Seguridad Social y, de

otra, los aumentos de las productividades media y marginal del trabajo derivados de la contracción del nivel de empleo.

La penuria de la información disponible sobre la evolución de los salarios monetarios sigue constituyendo una de las lagunas más importantes en el aparato estadístico español. El conjunto de la información dispersa, aunque con algunas contradicciones, apunta una desaceleración significativa en el ritmo medio de crecimiento de los mismos en 1978. Tal contención se refleja tanto en los datos disponibles sobre salarios pactados en las negociaciones colectivas, como en los jornales agrícolas, y en algún otro indicador aislado como el facilitado por SEOPAN sobre el comportamiento de los salarios por persona en la construcción. Sólo los avances mensuales de la Encuesta de Salarios del INE sobre la evolución de los salarios por hora trabajada son contradictorias con el resto de la evidencia disponible, pero tales series exigen una cautela creciente en su utilización ya que el INE lleva más de dos años sin publicar los resultados definitivos de su encuesta.

La normativa legal sobre la negociación colectiva salarial que desarrollaba los pactos contenidos en los Acuerdos de la Moncloa fijaba el aumento de la masa salarial bruta en un 20 %, al que podría añadirse un 2 % adicional para remuneración de antigüedad y ascensos. Según los datos facilitados por la Dirección General de Trabajo sobre los salarios establecidos en los convenios colectivos y laudos de obligado cumplimiento correspondientes

CUADRO II-21

Convenios colectivos y laudos

	Número de trabajadores afectados	Aumento salarial ponderado en porcentajes
EVOLUCION ANUAL:		
1975	2.428.606	21,40
1976	4.267.714	19,32
1977	2.876.413	23,93
1978	4.479.562	20,63
1978. EVOLUCION MENSUAL:		
Enero	2.401.540	20,86
Febrero	45.164	20,10
Marzo	89.853	19,04
Abril	962.392	20,43
Mayo	324.006	20,03
Junio	152.430	20,91
Julio	218.412	21,28
Agosto	71.263	20,81
Septiembre	39.617	18,72
Octubre	142.924	20,28
Noviembre	31.437	17,91
Diciembre	524	22,16

FUENTE: Ministerio de Trabajo.

a 1978, el aumento salarial en el año, ponderado y homogeneizado por persona ocupada, se cifró en un 20,63 % frente a un 23,93 % de crecimiento en el año precedente. El perfil anual trazado por las diferentes negociaciones en cada uno de los meses del año fue bastante regular y, con la excepción de algunos meses aislados, el crecimiento salarial ponderado se situó entre el 20 % y el 21 %, tasas representativas de la mayor parte de los convenios negociados, que tendieron a concentrarse temporalmente en la primera mitad del año, y con efectos económicos desde el mes de enero. Sólo en un mes, diciembre, se llegó al 22 % de aumento salarial, pero el número de trabajadores afectados fue muy pequeño.

Se puede profundizar más en el análisis de las principales características de la negociación colectiva en 1978 utilizando la muestra de empresas y sectores sometidos a la legislación sobre homologación de convenios ante la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. El Ministerio de Economía ha facilitado una síntesis ordenada de los datos y características más relevantes de la negociación en el año (1). Los resultados se refieren a una muestra de 258 empresas que puede considerarse representativa de las empresas de más de quinientos trabajadores. El crecimiento medio ponderado y homogeneizado de la masa salarial bruta de las empresas de la muestra en 1978 fue del 20,9 %, cifra similar, aunque ligeramente superior, a la facilitada para el conjunto de la negociación colectiva por la Dirección General de Trabajo. La tasa de aumento fue prácticamente la misma en las empresas privadas (20,90) que en las empresas públicas (20,88 %). Por ramas de actividad, los ritmos de crecimiento medio más altos correspondieron al sector de «comercio, restaurantes y hostelería» y los más moderados al sector de la «construcción». En conjunto, no puede decirse que las elevaciones salariales del año tuvieran un efecto neto redistributivo de los salarios entre los diferentes sectores, pues si bien en algún caso las mayores tasas de crecimiento de salarios correspondieron a sectores con niveles salariales medios reducidos, como en el caso del «comercio, restaurantes y hostelería», otros sectores, como el de la «construcción», se situaron en los últimos lugares tanto en cuanto a niveles salariales medios como al crecimiento de los mismos en el año.

Una parte importante de las elevaciones salariales del año tuvieron lugar en forma de aumentos lineales iguales para todos los trabajadores, con los consiguientes efectos redistributivos a favor de las rentas salariales más bajas. El Ministerio de Economía estima que en la muestra empleada en el estudio antes citado el 68,5 % del crecimiento salarial ponderado tuvo lugar

(1) Ministerio de Economía. «La negociación colectiva en 1978. Principales características económicas». Madrid 1979.

en forma de subidas lineales. Aunque tampoco aquí se puede afirmar de forma generalizada que la mayor proporción de las mismas tuviera lugar en los sectores con menores salarios medios, sin embargo sí parece claro que tales elevaciones tendieron a reducir fuertemente el abanico salarial de cada sector.

Los rasgos del comportamiento de los salarios monetarios en 1978 hasta aquí descritos son representativos de buena parte de la población laboral cuyos salarios son negociados en convenios colectivos. Sin embargo, se dispone de muy poca información adicional para evaluar la evolución de los salarios no agrícolas establecidos fuera de las negociaciones. Los avances de la Encuesta de Salarios del INE registraron para el promedio de 1978 una aceleración sensiblemente más acusada que la recogida en la información de los convenios, pero estos datos han de utilizarse con mucha cautela por diversos motivos. En primer lugar se refieren a salarios por hora trabajada, pero el INE no facilita la necesaria información complementaria sobre la evolución de la jornada laboral. Además no se sabe qué conceptos específicos se incluyen en la serie ni qué tratamiento reciben en la misma los pluses, incentivos, etc. Por otra parte, y como ya se señaló antes, al estar detenida la publicación de los resultados definitivos de la encuesta se carece de los elementos de juicio imprescindibles sobre el grado de fiabilidad de los avances provisionales. De esta forma, y para los sectores no agrícolas, sólo los datos de SEOPAN referidos a los costes salariales por persona pagados en la construcción complementan la información salarial de los convenios colectivos, corroborando para este sector la desaceleración en el ritmo de crecimiento de los salarios monetarios con una tasa de crecimiento medio en 1978 del 25 % frente a un aumento del 30,7 % en 1977.

El aumento de los salarios por persona de los trabajadores de las Administraciones Públicas no debió diferir mucho del incremento salarial medio de los sectores privados no agrícolas y del correspondiente a los empleados de las empresas públicas a las que ya se aludió antes. En efecto, aunque los gastos corrientes en personal del total de las Administraciones Públicas crecieron un 26,5 % en 1978 (un 29,4 % los gastos correspondientes del Estado), parte de este incremento se debió al aumento del empleo, ligeramente superior al del año anterior, y a la incorporación de los funcionarios de la extinguida A.I.S.S. Puede estimarse aproximadamente que el crecimiento de los salarios por persona debió estar situado en torno al 21-22 %.

En la agricultura, los jornales evidenciaron también una cierta desaceleración en sus ritmos de crecimiento, aunque de menor intensidad que la de los sectores no agrícolas. Según los datos elaborados por el Ministerio de Agricultura los jornales agrícolas registraron en 1978 una tasa media de

crecimiento del 26,7 % frente a un 28,3 % en el año anterior. En su evolución temporal a lo largo del año los jornales aceleraron sus ritmos de aumento durante los nueve primeros meses para desacelerarse bruscamente en el último trimestre especialmente en noviembre y diciembre.

En la contención de los ritmos de crecimiento de los salarios brutos descrita en los párrafos anteriores la Seguridad Social desempeñó un cierto papel de moderación en relación a su comportamiento claramente impulsivo en el año precedente, aunque el crecimiento de las cotizaciones finales estuvo muy por encima de la tasa pactada en los Acuerdos de la Moncloa y fue también muy superior al crecimiento de los salarios netos. Se estima que el ritmo medio de aumento de las cotizaciones a la Seguridad Social en 1978 se situó en torno al 26 ó 27 % frente a un incremento del 37 % en 1977. No es fácil determinar qué factores explican el desbordamiento claro de los objetivos sobre cotizaciones fijados en los Pactos de la Moncloa, que limitaban su crecimiento al 18 %, puesto que al no disponer de estadísticas salariales por tramos de rentas no es posible evaluar el juego de los topes de bases y el efecto de la igualación de los tipos de las bases complementaria y tarifada. En todo caso es posible que la tasa del 26 ó 27 % de aumento estimada para el año esté recogiendo, de una parte, un mayor ritmo de crecimiento en el pago de atrasos y, de otra, un aumento en las declaraciones de las bases de cotización por la aparición de salarios ocultos como consecuencia de la regularización fiscal de sociedades que tuvo lugar desde mediados del año.

Aunque es aventurado estimar la incidencia sobre la distribución funcional de la renta nacional de la evolución de los salarios y las cotizaciones a la Seguridad Social antes descrita, se han elaborado unas cifras meramente orientativas, que aparecen recogidas en el cuadro II-22. Es importante no olvidar que las cifras de partida correspondientes, a 1977 empleadas en el cuadro son también una estimación orientativa y muy provisional, que puede sufrir modificaciones importantes cuando el INE vuelva a publicar cifras de Contabilidad Nacional. Las estimaciones de 1978 acumulan así los errores de dos años, por lo que a la vista de sus cifras sólo cabe decir con cierta cautela que la distribución funcional de la renta nacional en el año entre sueldos y salarios brutos y excedente de explotación no debió sufrir modificaciones importantes, respecto de 1977, reflejando en todo caso una leve pérdida de los sueldos y salarios brutos de muy pocas décimas porcentuales. En 1978 se rompió así la tendencia a la pérdida de participación relativa del excedente de explotación que había caracterizado a los años anteriores; aunque las cifras agregadas ocultan un avance fuerte del excedente en la agricultura y un nuevo mal año para la industria, con los servicios en una posición intermedia; y ocultan, además, dentro de cada sector,

experiencias muy diversas en los niveles de subsectores y empresas. Por otra parte, una vez más las cotizaciones sociales mejoraron su participación relativa a costa de los salarios netos, aunque en una cuantía muy inferior a la del año anterior, y además con un ritmo de crecimiento de las cotizaciones menor que el de las correspondientes prestaciones sociales. El consiguiente impacto positivo sobre la renta disponible de los asalariados se vio contrarrestado por el fuerte aumento de los impuestos directos sobre las economías domésticas que registraron un crecimiento medio anual del 68 % frente a un 40 % en 1977. Con todo las rentas reales disponibles de los asalariados avanzaron ligeramente en 1978.

CUADRO II-22

Distribución funcional de la renta nacional a coste de factores

	1977	1978
A) CIFRAS ABSOLUTAS (m. m.):		
Sueldos y salarios brutos	5.007,8	6.159,6
<i>Sueldos y salarios netos</i>	3.952,3	4.821,2
<i>Cotizaciones sociales</i>	1.055,5	1.338,4
Excedente neto de explotación	2.678,8	3.368,1
Renta Nacional, a coste de factores	7.686,6	9.527,7
B) TASAS DE CRECIMIENTO:		
Sueldos y salarios brutos	27,0	23,0
<i>Sueldos y salarios netos</i>	24,5	22,0
<i>Cotizaciones sociales</i>	37,2	26,8
Excedente neto de explotación	24,3	25,7
Renta Nacional, a coste de factores	26,0	24,0
C) DISTRIBUCION PORCENTUAL:		
Sueldos y salarios brutos	65,1	64,6
<i>Sueldos y salarios netos</i>	51,4	50,6
<i>Cotizaciones sociales</i>	13,7	14,0
Excedente neto de explotación	34,9	35,4
Renta Nacional, a coste de factores	100,0	100,0

FUENTE: INE.

Junto a la desaceleración de los salarios nominales brutos el crecimiento de la productividad del trabajo actuó también como factor de contención de los costes laborales en el año. Los incrementos en el valor añadido de los diferentes sectores productivos y la caída generalizada en el nivel de empleo que se analizan en otros epígrafes de este capítulo, determinaron una evolución positiva de la productividad media, con el consiguiente efecto beneficioso sobre los costes laborales por unidad de producto. Si se pone en relación el crecimiento registrado por el Producto Interior Bruto en pesetas constantes con las variaciones en la población ocupada, según los datos de la Encuesta de Población Activa, se obtiene una medida aproximada de la evolución de la productividad por persona ocupada en el año. Así,

para el conjunto de las actividades productivas esta creció un 4,7 %. El sector agrícola registró el avance más espectacular (10,9 %) debido al excepcional crecimiento de su valor añadido y a una importante reducción en su nivel de empleo que retrocedió algo más del 3 %. La productividad del conjunto de los sectores no agrícolas creció un 3,9 %. Esta misma fue la tasa de aumento del sector de servicios, que en este caso se debió casi exclusivamente al aumento de la producción correspondiente ya que el descenso de la población ocupada en el sector fue muy reducido. En la industria, el crecimiento de la productividad por persona se situó en torno al 3,8 %, resultado de un aumento del 2,0 % en el valor añadido y un descenso del 1,7 % en el empleo industrial. El sector de la construcción es el único que registró un retroceso absoluto en su valor añadido pero, al ser el sector que experimentó el mayor descenso en el nivel de empleo, la productividad por persona ocupada aumentó ligeramente (1,0 %).

Tras la moderación del ritmo de crecimiento de los costes-trabajo y tras la reducción en la tasa de avance de los precios de importación están, naturalmente, los efectos conjuntos de la articulación de la política de rentas y de la política monetaria desarrollada en 1978.

4. UTILIZACION DE LOS FACTORES PRODUCTIVOS: EL EMPLEO

La larga recesión de la actividad económica desde 1974 ha determinado una subutilización de los factores productivos disponibles y una continuada acumulación del paro.

El grado de utilización de la capacidad instalada en la industria, que había alcanzado cotas del orden del 90 % en la etapa álgida del auge de 1972-1973, comenzó a ceder a mediados de este último año hasta llegar a un nivel mínimo del 78 % en el segundo trimestre de 1975. Inició después un movimiento de recuperación que le colocó en un 84 % en el segundo trimestre de 1977 para, ahogada la reactivación por una inflación acelerada, descender en la segunda parte del año y situarse en la cota del 80 %, en torno a la cual se ha mantenido durante 1978.

El paro ha venido avanzando sin interrupción a lo largo de la crisis y se ha acentuado considerablemente en el año 1978, sobre todo en su primera mitad. En efecto, entre el cuarto trimestre de 1977 y el cuarto trimestre de 1978 el número de parados se ha incrementado en 251.000, situando el total, según la Encuesta de Población Activa (en adelante EPA), en 1.083.300 personas. Esta cifra, corregida de estacionalidad, fue de 1.050.400, lo que supone un paro equivalente al 8 % de la población activa frente a un por-

CUADRO II-23

Evolución de la población activa

Miles de personas

	1977 IV	Población activa				Variaciones en 1978				
		1978				I	II	III	IV	Total
		I	II	III	IV					
Ocupados	12.234	12.138	12.021	12.029	11.971	-96	-117	8	-58	-263
Activos marginales	207	190	181	117	111	-17	- 9	-64	- 6	- 96
Parados	832	929	938	1.014	1.083	97	9	76	69	251
Total activos	13.273	13.257	13.140	13.160	13.165	-16	-117	20	5	-108
Inactivos	13.474	13.574	13.769	13.832	13.905	100	195	63	73	431
Población contada aparte	332	329	332	330	333	- 3	3	- 2	3	1
Total mayores 14 años	27.079	27.160	27.240	27.322	27.403	81	80	82	81	324

FUENTE: INE.

centaje del 6,1 % a finales de 1977. El crecimiento del paro en 1978 se explica, en casi un 69 %, por el aumento de parados que han tenido un empleo anterior, mientras en 1977 fueron principalmente los jóvenes a la búsqueda de un primer empleo quienes más contribuyeron a acrecentar el total de parados. Los aumentos en las cifras de parados han sido más pronunciados en el primer semestre, aunque el crecimiento ha sido también importante en la segunda parte del año.

La población activa, por su parte, disminuyó durante el año 1978; la caída fue continua en la primera mitad del año, recuperándose algo en los dos últimos trimestres, pero de modo muy moderado y sin impedir que, en conjunto, se registrase una disminución neta de 108.000 personas hasta entonces activas. Esta caída ha provocado un nuevo descenso en la tasa de actividad, es decir en la relación entre personas activas propiamente dichas y personas en edad de trabajar o potencialmente activas. En efecto, mientras en 1975 la tasa de actividad era del orden del 51 %, en 1977 descendió a un 49 % y, en 1978, disminuyó, nuevamente hasta un 48,2 %. En conjunto, la tasa de actividad se ha reducido en cuatro años en 2,8 puntos, lo que es una caída importante.

La disminución de la población activa, y, en consecuencia, de la tasa de actividad obedece, en alguna medida, a la propia composición de la población activa, que incluye a los jóvenes de 14 y más años en adelante. El intervalo es muy amplio y el simple desarrollo de los procesos económicos y sociales ha tenido forzosamente que amputarlo en sus dos extremos. El largo período de avance económico que se inicia en los años 60 ha provocado un aumento del número de alumnos y la duración de la escolaridad más allá del tope legal de los 14 años. Además, las dificultades de empleo surgidas durante la actual recesión han desanimado a muchos jóvenes que, finalmente, se han visto obligados a continuar siendo población no activa. Las personas de edad se han encontrado con una serie de factores que les han inducido a aceptar, incluso anticipadamente, la condición de jubilados. Las dificultades de promoción laboral debidas a la edad y a las condiciones económicas así como la posible eventualidad del paso a una situación de desempleo han debido ejercer un efecto disuasorio a continuar siendo activos. Asimismo, la mejora de las condiciones de jubilación ha debido producir un estímulo para el paso a esta situación. El fenómeno puede estar siendo importante por el número de personas censadas en el intervalo de 65 años y más, que representa, aproximadamente, un 14 % de la población potencialmente activa. Por otro lado, el descenso de la tasa de actividad como proporción entre activos y potencialmente activos —los comprendidos entre 14 y más años en adelante— ha obedecido, a su vez, al aumento experimentado por el denominador de la relación, a consecuencia

del incremento registrado en el número de jóvenes. En efecto, si en lugar de medir la relación entre activos y potencialmente activos en los últimos cuatro años se mide entre activos y población total, la tasa de participación sólo cae en 1,8 puntos, o sea un punto menos que la tasa de actividad, como se ha visto anteriormente.

Esto último no es otra cosa que el reflejo provocado por una afluencia masiva de jóvenes al mercado de trabajo en los años en que, precisamente, comienza la recesión; el crecimiento demográfico es una consecuencia de una fuerte caída de la tasa de mortalidad a partir de 1958 que, singularmente, se vio acompañada de un incremento de la natalidad en el período 1957-64. El resultado es un espectacular incremento vegetativo de la población española con unas tasas máximas del 13,16 y 13,46 por mil habitantes en los años 1958 y 1964. Esta secuencia demográfica puede comprenderse partiendo de la siguiente observación: el incremento medio anual de jóvenes comprendidos entre 15 y 24 años es de 55.600 en el período 1960-70, pero en el quinquenio 1970-75 se eleva a 96.400 y a 104.600 en el quinquenio 1975-80. Pasado el año 1980 el incremento anual de las cifras de jóvenes entre 15 y 24 años se reducirá hasta volverse muy modesta: 33.000 jóvenes nuevos en los años 1981-85 y —aunque parezca exagerado— 6.400 en el quinquenio 1985-90. Todas estas cifras corresponden a las proyecciones elaboradas por el INE.

Conviene recalcar que esta explosión demográfica, que influye sobre los potencialmente activos en el tramo de población juvenil hasta 1980, lo hará, posteriormente, sobre aquellos jóvenes ya convertidos en adultos. De este modo la disminución del crecimiento de la población potencialmente activa será menor entonces que la de la población juvenil llegada al mercado de trabajo. Las proyecciones para los incrementos de la población potencialmente activa según el INE son las siguientes: 213.000 personas anuales en el período 1970-75, 261.000 para el período 1976-80; 246.000 en 1981-85 y 194.000 en 1986-90. Se observa también una burbuja en el decenio 1975-85 que comenzará a disolverse a partir de 1990. En los próximos años el menor crecimiento de la población hará disminuir el problema del paro entre los jóvenes y si los niveles de ocupación se mantienen o aumentan habrá también un menor número de parados entre la población adulta. Ahora bien, si la ocupación disminuye, el paro se instalará, preferentemente, entre los niveles de población adulta, que ya tuvieron problemas de colocación en su juventud. Estas proyecciones pueden completarse con una reflexión sobre el destino que sigan, o intenten seguir, aquellas personas que, momentáneamente, hayan renunciado a convertirse en activas por las dificultades de encontrar un empleo remunerado. En varios países se ha observado una disminución de la población activa durante la crisis. El caso más notable es

el de Alemania. Pero, en otros, la incertidumbre de la crisis y las nuevas actitudes sociales derivadas de una mayor integración de la mujer en el trabajo y de una mayor independencia social han desembocado en un aumento de la población activa, aumento que en la mayor parte de las veces se está reflejando en el paro. Las repercusiones de estas actitudes no se han dejado sentir todavía plenamente entre la población española, pero, sin duda, presionaron para ampliar el segmento de población activa.

Por el momento, la actual avalancha de población potencialmente activa juvenil se está traduciendo en gran parte, en aumento del paro, y sobre todo, de paro juvenil. En el período 1974-78 el paro total ha aumentado en un 180 % mientras que el incremento en las cifras de parados en busca de un primer empleo lo ha hecho en un 270 %. Sólo en 1978, el aumento de paro juvenil, 78.000 personas sobre 251.000, es decir, un 31 %, ha sido inferior al de parados con un empleo anterior.

A partir de 1985 el paro juvenil habrá dejado de ser demográficamente una preocupación, pero si la recesión económica no se ha resuelto, el paro se extenderá principalmente sobre la población adulta. Es precisamente aquí donde enlaza el paro con el descenso de la población ocupada en 1978. En este año el empleo ha caído un 2 % (263.000 personas) y el paro ha aumentado en un 1,7 puntos porcentuales, es decir, por encima de los incrementos del 1,1 % registrados en los años 75 y 76 que marcan, en España, el comienzo de la actual recesión. La caída del empleo ha sido generalizada y no se ha limitado, como en España es tradicional, al sector agrario, sino que también ha correspondido a las restantes actividades, incluido el sector servicios, que hasta el año 1978 registró un continuado aumento. Esta ha sido la principal causa del paro en 1978. La demografía, sin embargo, y como se ha visto, ha tenido también su importancia y otro tanto ha ocurrido con la inmigración. Las salidas hacia Europa se han cegado y, por el contrario, el retorno de emigrantes ha sido particularmente intenso en el trienio 1974-76. La O.C.D.E. ha estimado en 186.000 las personas que han regresado a España en dicho período y que, naturalmente, han tenido que competir en la búsqueda de puestos de trabajo. Asimismo, las mejores condiciones del seguro de paro pueden haber desalentado la búsqueda activa de empleo a algunas personas y haber inducido a otras, que integraban el paro encubierto agrícola, a registrarse como parados. Está, por otra parte, el problema al que se refieren las afirmaciones sobre registros fraudulentos de parados que, no obstante, realizan trabajos remunerados. Estas prácticas han sido corrientes en otros países sobre todo en las primeras fases de implantación del seguro de desempleo, pero en España pueden estar todavía representando un porcentaje elevado como han puesto de manifiesto algunas comprobaciones realizadas.

En las cifras elaboradas por el Ministerio de Trabajo el paro registrado muestra un aumento, en 1978, similar al que se deriva del EPA aunque en esta última las cifras absolutas son más elevadas. En efecto, si el número de parados aumentó en 1978 en 251.000 personas según la EPA, las estadísticas del Ministerio de Trabajo indican un aumento en el paro registrado de 246.000. De acuerdo con esta última fuente y corregida de variaciones estacionales, el número de parados aumentó a lo largo de los cuatro trimestres del año, aunque de un modo más acentuado en la primera mitad. En el mes de diciembre y en el de enero de 1979, el número de parados descendió, pero el dato de febrero volvió a mostrar un incremento en el número de parados que se situó, en cifras desestacionalizadas, al mismo nivel que al terminar el año 1978.

La distribución geográfica del desempleo pone de manifiesto cómo la mayor proporción de parados se produce en aquellas provincias en las que existe una alta proporción de asalariados agrícolas y también, y desde 1978, en las provincias más industrializadas. Los menores porcentajes de paro se registran por el contrario en las provincias con una alta proporción de población agraria no asalariada. En efecto, la mayoría de las provincias andaluzas junto a Badajoz, Ciudad Real y Las Palmas, tienen porcentajes de paro superiores al 10 %. Las provincias más industriales —Madrid, Barcelona, Vizcaya y Guipúzcoa—, junto con las restantes andaluzas, canarias y extremeñas tienen una tasa de parados comprendida entre la media nacional de 1978, es decir, el 7,14 %, y el 10 %. El menor número de parados se registra en aquellas provincias con una menor proporción de asalariados en el sector primario de la economía e incluyen provincias con una renta por habitante muy baja como Soria o Cuenca, junto a otras con rentas elevadas como Logroño o Gerona. En definitiva, el paro afecta principalmente a aquellas zonas con una agricultura de medianas y grandes explotaciones que emplean trabajo asalariado así como, por vez primera, en 1978, a las provincias industriales.

CUADRO II-24

Encuesta de población activa: población activa ocupada (a)

	1975/1974	1976/1975	1977/1976	1978/1977
Total	-1,6	-1,5	-1,1	-1,7
Agricultura	-6,9	-5,7	-5,7	-3,1
Resto Economía	0,2	-0,3	0,2	-1,4
Industria	0,4	-1,6	-1,7	-1,7
Construcción	-2,3	-1,5	1,0	-3,5
Servicios	0,4	0,7	1,4	-0,5

FUENTE: INE.

(a) Tasas de crecimiento de los ocupados en sentido estricto medios del año.

La cobertura del seguro de desempleo se extendía, en el último trimestre de 1978, a 451.000 personas, es decir un 43 % de la cifra desestacionalizada de paro de la EPA. El porcentaje sobre las cifras de paro registrado del Ministerio de Trabajo se eleva al 49,5 %. En el año 1978 el seguro de desempleo ha ampliado su cobertura en 146.000 personas, esto es, un 58 % de la cifra de los nuevos parados de 1978 reflejados por la EPA y un 59 % sobre la cifra anual registrada del Ministerio de Trabajo. El porcentaje de cobertura ha mejorado, así, sustancialmente respecto al año 1977, en que sólo alcanzaba a un 37 % de los parados de la EPA, aunque sigue siendo bajo.

La población ocupada en sentido estricto se ha reducido en 263.000 personas a lo largo del año, es decir entre el cuarto trimestre del año 1977 y el cuarto de 1978. Tomando la media de personas ocupadas un año sobre otro, el empleo ha caído, en 1978, en un 2 %. El resultado total se desglosa en un importante descenso tanto en el empleo agrario (84.000 personas) como en la industria (59.000), la construcción (81.000) y los servicios (39.000). El empleo cayó durante todo el año con la excepción del tercer trimestre, debido a la mejora en el empleo agrario, puesto que el no agrario también retrocedió en dicho trimestre. Dentro del total de personas ocupadas, el volumen de asalariados descendió más bruscamente a causa del retroceso experimentado en el sector privado. Entre el cuarto trimestre de 1978 e igual período de 1977 el total de asalariados disminuyó en 242.800, provocado por una caída de 370.400 pertenecientes al sector privado que quedó sólo parcialmente compensada por un aumento de 127.600 asalariados en el sector público. Estas cifras indican que se está produciendo, por un lado, un ajuste de las plantillas como resultado de la jubilación anticipada de trabajadores próximos a la edad de retiro y, por otro, como consecuencia de los numerosos expedientes de crisis ocurridos durante el año. También han debido producirse variaciones en la contabilización de los asalariados como resultado del paso de los trabajadores de la A.I.S.S. a la administración del Estado.

El descenso secular en el empleo de la población agrícola ha continuado, pero su disminución ha sido inferior a la de los años anteriores. En 1978 se acentúa la evolución, comenzada en 1975, de una caída continuada en el número de personas ocupadas. Hasta entonces los incrementos demográficos y el trasvase de mano de obra de la agricultura hacia la industria y los servicios se había materializado en un crecimiento ininterrumpido de la población ocupada. El proceso contribuía también a reducir el paro encubierto de la población agrícola y a aumentar la productividad general del sistema económico. Sin embargo, entre 1974 y 1975 la ocupación de la agricultura se redujo en un 4,5 % anual, pero el conjunto de las restantes actividades se mantuvieron estancadas y no absorbieron ya contingentes de

antiguos agricultores. El resultado ha sido un ligero descenso del total de ocupados. En 1978, las personas que dejan la agricultura son menos que en los años precedentes pero los restantes sectores, incluso los servicios que habían absorbido sin interrupción mano de obra, presentan un desarrollo negativo, lo que explica la disminución, ahora sustancial, del número de personas ocupadas.

El comportamiento del empleo en 1978 y en los años anteriores tiene un fuerte componente cíclico, pero, dejando a un lado el descenso de población activa, explicado en parte, por las jubilaciones anticipadas y la extensión de la edad escolar, existen otros factores que no han sido debidamente identificados y valorados. La recesión ha afectado con gran intensidad a una serie de sectores, como el naval o la construcción, en que los porcentajes de población ocupada en España son, sin duda, superiores a la media de otros países industrializados. Este motivo friccional puede, quizá, aumentar en unas décimas adicionales la caída de la ocupación provocada por la crisis. La distribución geográfica del paro evidencia que la ocupación en la agricultura debe estar disminuyendo más deprisa en las zonas con población asalariada, es decir, donde los efectos de la mecanización se traducen directamente en la sustitución de trabajo por capital. El aumento de la población ocupada se encuentra, además, con el obstáculo adicional que supone el paro encubierto de la población activa española cuya productivi-

CUADRO II-25

Evolución del empleo y la productividad

Tasas anuales de crecimiento

	Empleo				Productividad			
	1960-70	1971-74	1975-77	1978	1960-70	1971-74	1975-77	1978
Total	0,7	0,9	-1,1	-1,7	7,0	6,0	2,9	4,7
Agricultura	-2,8	-4,9	-4,5	-3,1	6,0	9,4	3,3	10,9
Sectores no agrícolas	2,7	3,1	0,0	-1,4	6,3	4,1	2,1	3,9
Industria	2,2	...	-1,0	-1,7	7,3	...	3,3	4,2
Construcción	2,7	...	-0,5	-3,5	7,5	...	-2,4	1,0
Servicios	3,2	...	1,1	-0,5	4,8	...	1,6	4,0

FUENTE: INE.

dad general es, aproximadamente, la mitad, por ejemplo, de la de Francia u Holanda. Los ligeros aumentos de ocupación que se registran en los países europeos tienen sobre todo lugar en los servicios, mientras la industria mantiene bloqueados sus contingentes, lo que, por supuesto, repercute en una caída de la productividad. Pero esta evolución sería muy difícil en el caso español por el exceso de población ocupada en los servicios. Los em-

presarios de este sector, desde la banca al turismo, tratarán, como ya ha debido ocurrir en 1978, de mejorar la productividad de los ocupados, mecanizando muchos trabajos administrativos u organizando la prestación de servicios turísticos, por ejemplo, a través de autoservicios. Las importantes subidas de salarios y la mayor carga de las cotizaciones de la Seguridad Social están, por supuesto, en la base de esta evolución sustitutiva de trabajo por capital u organización. Pero si los salarios industriales relativos españoles con relación a otros países mantienen una atractiva diferencia cabe esperar que nuevos aumentos de las inversiones industriales proporcionasen empleo creciente a la población potencialmente activa. España todavía es un país poco industrializado y los excelentes resultados de la exportación industrial en los últimos años permite mantener expectativas razonables en esta dirección. Las dificultades de ajustar las plantillas en épocas de depresión constituye un obstáculo adicional para las empresas en aquellos momentos en que son necesario. Como consecuencia de los compromisos adoptados en los Pactos de la Moncloa se han dictado una serie de disposiciones legales para estimular el empleo de personas acogidas al seguro de desempleo y promocionar la colocación de jóvenes, que suponen a estas categorías de trabajadores. Los éxitos conseguidos parecen aceptables y según el Ministerio de Trabajo, en el primer trimestre de 1979, habían permitido el empleo de 55.000 trabajadores. La regulación puede parecer demasiado casuística, incluso desalentadora, y quizá se encuentre todavía más próxima a la normativa actual de rigidez del empleo contratado que de unos criterios de libertad de contratación para los recién llegados.

La productividad ha registrado un importante avance en 1978. La productividad agrícola, gracias a la excepcional cosecha y a la disminución de la población, ha tenido un incremento del 11 %, superior a la media del período 1971-74. Los restantes sectores, en menor medida, y, por razones análogas, aunque de menor intensidad, han tenido aumentos de productividad superiores a los de los cuatro años precedentes, pero, inferiores, en cualquier caso, a la de aquellos períodos en que se registró un continuo y elevado crecimiento de la producción. El caso más llamativo, en 1978, ha sido el de los servicios, donde ha tenido lugar un incremento del producto con una población estancada o, incluso, decreciente. Sin embargo, lo ocurrido en 1978 no debe enturbiar la relación procíclica entre incremento de la productividad y actividad económica, porque, en definitiva, en 1978, se ha realizado un reajuste de unas plantillas que pesaba sobre el excedente de explotación de las empresas desde mediados de la recesión actual, mientras que hasta entonces todo el ajuste se había operado mediante una disminución de las horas trabajadas, manteniéndose los efectivos laborales. Tampoco lo ocurrido con la productividad en 1978 puede hacer olvidar la dife-

rencia entre su reciente aumento y el que registró durante el período 1960-74, que fue, a su vez, causa y resultado de un continuo crecimiento del producto. Si la producción permanece estancada existen muchas posibilidades de que la productividad disminuya, porque será difícil que la población ocupada mantenga un descenso en los próximos años al mismo ritmo de 1978 y que, además, se repita esa excepcional campaña agrícola junto a un magnífico año turístico.

5. LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 1979

Al concluir el año 1978 la economía española había conseguido importantes resultados en términos de la reducción de la tasa de inflación y del saneamiento de la balanza de pagos, aunque ello había comportado bajos ritmos de crecimiento real y el consiguiente aumento de la tasa de paro. Los resultados obtenidos en el año parecían ofrecer, sin embargo, una base suficiente para aspirar, en 1979, a un crecimiento más vivo que detuviese el retroceso del empleo y permitiese crear puestos de trabajo sin abandonar el esfuerzo encaminado a reducir paulatinamente la tasa de inflación.

A partir de estos planteamientos, el Gobierno formuló unas líneas básicas de política económica que proponían una contención del ritmo de crecimiento de los salarios monetarios, una política monetaria más expansiva que la desarrollada en 1978 y una actuación estimulante de los ingresos y gastos públicos que intensificaría sus esfuerzos en la primera parte del año.

La moderación salarial se buscaba (Real Decreto-Ley 49/1978, de 26 de diciembre) mediante el establecimiento de unos criterios de referencia que situaban el crecimiento promedio deseable de la masa salarial bruta, tanto en el sector privado como en el público sometido a régimen laboral, en un 13 %. El crecimiento de la masa salarial (incluidos los aumentos por antigüedad y ascensos) podría oscilar, en los distintos Convenios, entre el 11 % y el 14 %, atendiendo a la estabilidad en el empleo de los asalariados, el nivel relativo de salarios, los compromisos de incremento de la productividad y la situación económica de la empresa; y se atendería al límite inferior en las empresas estatales que fueran deficitarias o cuyo nivel salarial superase la media del sector correspondiente. Se recomendaba que los incrementos de la masa salarial en 1979 se distribuyesen de modo proporcional, dado el efecto redistributivo en favor de las rentas salariales más bajas que derivaría de la desaparición del I.R.T.P. y su sustitución por el nuevo sistema de retenciones. La Administración no reconocería aumentos de costes salariales superiores al 13 % en la aprobación de precios administrados y en el reconocimiento de precios en los contratos en que intervinieran el

Estado y demás Organismos de carácter público. El aumento salarial del 13 % serviría también de referencia para actualizar las bases tarifadas de las cotizaciones a la Seguridad Social para 1979. Se preveía la posibilidad de una revisión de la referencia salarial descrita en caso de que la desaceleración inflacionista fuera inferior a la esperada.

El Gobierno confiaba en que esta moderación en el crecimiento de los costes salariales y las contribuciones a la Seguridad Social, unida a los efectos del aumento de la productividad y a la contención del efecto de los incrementos en los precios internacionales debida a la apreciación de la peseta, permitirían que el incremento interanual de los precios al consumo se situase en torno a un 12,5 % en 1979 (19,7 % en 1978).

El deseo de hacer compatible el mantenimiento de la tendencia a la desaceleración de los precios con una reactivación de la economía llevó a elaborar una política de ingresos y gastos públicos, resumida en el proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 1979, de signo expansivo: los gastos públicos corrientes, excluidas las transferencias a la Seguridad Social, crecerían a un ritmo del 20,7 %; las transferencias del Estado a la Seguridad Social alcanzarían los 146 m.m., con un aumento del 47 % sobre el año anterior; y los gastos de inversión, incluidos los contenidos en el Fondo de Acción Coyuntural, aumentarían en un 30,8 %. En su conjunto, los gastos públicos del Estado crecerían un 25,7 % en 1979 —es decir, bastante por encima del crecimiento previsto para el PIB en términos nominales—; y puesto que el aumento previsto en los ingresos totales era del 21,8 % el déficit presupuestario no financiero estimado (incluyendo el Fondo de Acción Coyuntural) se elevaba a 155 m. m. En virtud de las ampliaciones acordadas por el Decreto Ley de 28 de diciembre de 1978, y de las modificaciones introducidas por las Cortes a la hora de cerrar este Informe en el presupuesto ya aprobado, el déficit financiero previsto se eleva a 195 m. m., de los que 113 m. m. será cubierto mediante apelación al Banco de España, 22 se obtendrían en los mercados internacionales y 70 se financiarían con emisiones de Deuda Pública en el mercado interior. Este déficit no se vería incrementado por un desequilibrio en las cuentas de la Seguridad Social, cuyo aumento de gastos en un 15,5 % sería cubierto por los ingresos presupuestados sin necesidad de acudir a recursos externos.

El Estado no sólo se proponía actuar expansivamente a través del Presupuesto; también trataba de fomentar la actividad mediante las Entidades Oficiales de Crédito, cuyas salidas netas en el año 1979 serían de 230 m.m. (incremento del crédito oficial, 22,6 %), que se cubrirían en 130 m.m. mediante la colocación de cédulas de inversión en el sistema bancario, una dotación del Tesoro por 10 m.m., financiación exterior por 40 m.m. y, en fin,

mediante la obtención de financiación en el mercado interior, a través de emisiones, por 50 m.m.

En conjunto, el déficit financiero del sector público se elevaría, de acuerdo con estas previsiones, a 295 m.m. en 1979, que se cubrirían mediante recurso al Banco de España por 113 m.m., recurso a los mercados exteriores por 62 m.m. y emisiones en el mercado interior por 120 m.m. Esta última cifra representaba un esfuerzo muy ambicioso dada la limitada capacidad de absorción de fondos públicos por el mercado libre.

La política monetaria, manteniendo la definición de sus objetivos en términos de la tasa de crecimiento de las disponibilidades líquidas, se proponía situar el ritmo de expansión de esta magnitud en una zona centrada en el 17,5 %, que permitiría financiar una tasa de crecimiento real del PIB del orden del 4,5 % si se cumplían los objetivos antes indicados relativos al avance de los precios. Esta política monetaria era bastante menos restrictiva que la programada para 1978. Además, se trataba de conseguir una tasa de expansión del crédito al sector privado del orden del 17 %, es decir, muy cercana a la tasa-objetivo establecida para las disponibilidades líquidas. La posibilidad de alcanzar este propósito dependería, naturalmente, del comportamiento de los sectores público y exterior, es decir, del mantenimiento del déficit público dentro de los límites antes indicados con el cumplimiento estricto del esquema de financiación programado y de una reducción del excedente de la balanza de pagos. Los objetivos monetarios serían revisados, en su caso, al finalizar el primer semestre del año.

La política económica diseñada según las líneas básicas anteriores aspiraba, en resumen, a lograr una desaceleración de los precios, hasta situar el avance de los deflatores básicos en una tasa interanual del orden del 12,5 % y a impulsar un crecimiento del PIB en términos reales situado en la zona del 4 % al 5 %. El logro de estos objetivos dependería, sin duda, de la recuperación de la inversión: de la inversión pública, que el Gobierno se proponía impulsar con fuerza, acelerando la contratación en la primera parte del año, y de la inversión privada, cuya reacción habría de ser lenta a lo largo de 1979.

El cumplimiento de estos objetivos supondría, en el cuadro de previsiones del Gobierno, la creación de unos 100.000 a 150.000 puestos de trabajo —seguidos a través del número de cotizantes a la Seguridad Social—, que serían bastantes para estabilizar aproximadamente el número de personas desempleadas. Para colaborar al cumplimiento de estos objetivos se adaptarían un conjunto de medidas encaminadas a facilitar la contratación de nuevos empleos: mantenimiento de los programas de contratación tempo-

ral para los acogidos al seguro de desempleo y de empleo juvenil, regulación de un programa de contrato de trabajo a tiempo parcial, desincentivación de horas extraordinarias, etc.

Este programa de política económica, elaborado en los últimos meses de 1978, se vio afectado por la convocatoria de elecciones generales —una de cuyas consecuencias fue el retraso en la discusión y aprobación del Presupuesto por las Cortes—, al tiempo que la evolución de la economía internacional, especialmente en el campo de la energía, introducía nuevos datos y planteaba nuevos problemas e incertidumbres.

5.1. Los primeros meses de 1979 y perspectivas

Los primeros meses de cada año contienen importantes movimientos estacionales que, a falta de una información estadística abundante, dificultan la pronta apreciación de las tendencias básicas de la economía. A ello se han unido este año, en el interior, los efectos de las elecciones generales y municipales, y en el exterior, la importante aceleración de los precios registrada en los países industriales y los graves desarrollos en el campo de la energía, cuya incidencia ha sido importante sobre las expectativas de la economía mundial y también, por tanto, sobre las expectativas económicas interiores. Dentro de estos factores de incertidumbre, la economía española ha mostrado una tónica vacilante durante los primeros meses del año.

La **demanda** ha continuado impulsada, en su modesto avance, por las exportaciones de bienes y servicios y el consumo privado, acompañados por el estímulo derivado del gasto público; pero la inversión ha continuado deprimida, especialmente en su componente de construcción.

Las exportaciones de mercancías, después de registrar un retroceso —ya examinado— en el tercer trimestre de 1978, se recuperaron con fuerza en los tres meses siguientes; y en el primer trimestre de este año han avanzado aún, si bien con menos fuerza. En enero-marzo de 1979 (últimas cifras disponibles), las exportaciones de mercancías estaban situadas más de un 10 %, en términos reales, sobre su nivel un año antes y un 1 %, en términos reales, desestacionalizados, sobre su nivel en el cuarto trimestre de 1978. Los ingresos por servicios crecieron muy rápidamente en el mismo período y el número de turistas avanzó en torno a un 18 % en enero-abril.

Los indicadores relativos a la demanda de consumo correspondientes al primer trimestre de 1979 presentaron, por una parte, una mejoría general en los índices obtenidos a partir de las encuestas, mientras que, por otro lado,

Evolución del comercio exterior

m. m. y porcentajes

	Enero-marzo 1978	Enero-marzo 1979	% de incremento
Importaciones	357,1	371,6	4,0
Productos energéticos	109,0	102,0	- 5,6
Productos no energéticos	248,1	268,7	8,3
Alimentos	52,5	57,8	10,1
Productos sin elaborar e intermedios	102,0	113,9	11,6
Bienes de capital	64,5	65,0	0,8
Bienes de consumo	29,1	32,0	10,0
Exportaciones	245,9	294,3	19,7
Productos energéticos	7,6	6,6	-12,7
Alimentos	59,1	70,4	19,0
Productos sin elaborar e intermedios	73,6	87,1	18,4
Bienes de capital	43,1	54,7	27,1
Bienes de consumo	62,5	75,5	20,7
Saldo comercial	-111,2	-77,3	

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

los indicadores cuantitativos registraron una evolución menos favorable. En los tres primeros meses de 1979 y empleando los valores medios trimestrales, mejoró el nivel de los pedidos de las industrias productoras de bienes de consumo y se hicieron más positivas las previsiones de producción, así como también creció el porcentaje de utilización de la capacidad productiva de dicho sector industrial. En cuanto a los indicadores cuantitativos y en términos de variación en el cuarto trimestre sobre el período anterior, descendieron las matriculaciones de automóviles, el índice de ventas en grandes almacenes creció menos que los precios de consumo, y aumentaron, en más de un 6 % en términos reales, las importaciones de bienes de consumo.

Según la información de las encuestas de opiniones, el subsector que presentó unos resultados globales más positivos, dentro del consumo y en el primer trimestre de 1979, fue el correspondiente a «alimentos y bebidas», que experimentó un aumento importante en sus previsiones de producción. El subsector de bienes de consumo duradero y de transporte también mejoró en el primer trimestre, aunque en este caso los niveles absolutos de actividad fueron más bajos que en los restantes subsectores. Las industrias productoras de vestido y calzado no mejoraron su situación en los primeros meses de 1979, llegando a descender su porcentaje de utilización de la capacidad productiva.

Los resultados de las encuestas de opiniones correspondientes a abril han

presentado un descenso en los niveles de la cartera de pedidos del conjunto del sector, aunque han descendido las existencias de productos terminados y tanto las previsiones de producción como las relativas al nivel futuro de la cartera de pedidos han continuado siendo positivas.

El conjunto de indicadores de la demanda de consumo parece apuntar la existencia de una recuperación moderada de la misma en los primeros meses de 1979, recuperación que habría ido perdiendo fuerza a medida que ha avanzado el año. Como elementos que favorecieron esta recuperación del consumo de las familias aparece, en primer lugar, el aumento momentáneo provocado en las rentas salariales al negociarse numerosos convenios colectivos en esta parte del año, tanto por lo que supone de actualización salarial como por el pago de atrasos que tiene lugar al surtir efecto los convenios. En segundo lugar, la introducción de retenciones a cuenta del impuesto sobre la renta de las personas físicas, en sustitución del anterior impuesto sobre el rendimiento del trabajo personal ha dado lugar a una menor presión fiscal sobre las rentas salariales más bajas, que son las que tienen una mayor propensión al consumo. Estos factores expansivos han podido debilitarse después, al tiempo que la renta real disponible para el gasto aumentaba con lentitud y, probablemente, la incertidumbre desalentaba la inclinación al endeudamiento de los consumidores.

La inversión en bienes de equipo no presentó síntomas claros de mejoría en los primeros meses de 1979 aunque los resultados de las encuestas de opiniones empresariales apuntaran la presencia de algunos elementos positivos en el primer trimestre. Así, aunque el nivel de la cartera de pedidos del sector se mantuvo estabilizado respecto del correspondiente al cuarto trimestre de 1978, en los primeros meses de 1979 las previsiones de producción fueron menos negativas que las correspondientes al período anterior. Esta mejoría de las expectativas empresariales en el sector de bienes de equipo se produjo en los subsectores correspondientes a «equipo de transporte» y «materiales diversos», en tanto que registraban un empeoramiento en el subsector de la construcción naval. La encuesta trimestral sobre previsiones de inversión tuvo un saldo positivo en el primer trimestre, claramente superior a todos los niveles alcanzados en el año anterior. Los resultados de la encuesta mensual de opiniones correspondiente a abril han acusado, sin embargo, la existencia de un nuevo retroceso de las carteras de pedidos en el sector, un fuerte aumento en sus existencias de productos terminados y unas previsiones muy negativas sobre el nivel futuro de la cartera de pedidos.

Los indicadores cuantitativos sobre inversión en bienes de equipo no han presentado ninguna mejoría en el primer trimestre. El índice de matrícula-

Encuesta de opiniones empresariales: Saldos (*) (a)

	Cartera de pedidos			Previsiones de producción próximos 3 meses		
	Total industria	Bienes de consumo	Bienes de inversión	Total industria	Bienes de consumo	Bienes de inversión
1977						
III. TR Ø	-40	-36	-46	- 1	6	- 9
IV. TR Ø	-46	-43	-52	-23	-9	-22
1978						
I. TR Ø	- 52	-50	-56	- 7	-3	-22
II. TR Ø	-49	-45	-58	- 7	0	-16
III. TR Ø	-41	-36	-57	4	13	-11
IV. TR Ø	-35	-30	-53	1	5	-16
1979						
I. TR Ø	-34	-28	-53	5	6	- 2
1978						
Octubre	-34	-30	-50	2	8	-15
Noviembre	-36	-26	-52	- 2	2	-17
Diciembre	-35	-34	-58	4	5	-16
1979						
Enero	-34	-31	-55	10	13	3
Febrero	-33	-30	-46	5	2	- 1
Marzo	-34	-24	-59	1	4	- 9
Abril	-38	-34	-60	0	4	- 6

FUENTE: Ministerio de Industria.

(a) Los saldos representan las diferencias entre porcentajes de respuestas de signo contrario.

ción de bienes de inversión (camiones, autobuses, tractores agrícolas e industriales) retrocedió en el primer trimestre de 1979 sobre el trimestre anterior, aunque fue superior, en un 3,9 %, al índice anterior, aunque fue superior, en un 3,9 %, al índice correspondiente al primer trimestre de 1978. El consumo aparente de acero no parece haber mantenido en 1979 la fuerte recuperación que experimentó en la segunda parte de 1978, puesto que ha sido inferior, en los tres primeros meses de 1979, al realizado en el mismo período de 1978. Las importaciones de bienes de equipo, que habían crecido algo en el cuarto trimestre de 1978, se mantuvieron estabilizadas en el primer trimestre de 1979. En su conjunto, la demanda de inversión parece haber mantenido su tónica deprimida en los primeros meses de 1979, con sólo leves e inciertos atisbos de mejora.

En líneas generales, el sector de la construcción experimentó, en el primer trimestre de 1979, un retroceso en su nivel de actividad y una mejoría en sus previsiones, tanto sobre el ritmo de actividad futuro como sobre el nivel de contratación, según los resultados de la encuesta mensual de opiniones empresariales del Ministerio de Industria. Los descensos en los niveles de

actividad y de contratación se concentraron en los meses de enero y febrero, mientras que las mejores expectativas empezaron a producirse a partir del mes de febrero. Estas más altas expectativas se han debido producir como consecuencia del fuerte crecimiento de la licitación oficial que, según datos de SEOPAN, aumentó en un 21 % en el período enero-abril de 1979 sobre igual etapa de 1978, lo que supone un crecimiento real superior al 6 %.

El nivel de actividad del sector se hizo menos negativo en marzo y volvió a retroceder en abril como consecuencia, sobre todo, del fuerte descenso que en este último mes presentó la construcción industrial. El mes de abril ha supuesto, pues, como en el resto de la industria, un paso atrás respecto de la mejoría apuntada en el nivel de actividad y en las previsiones en los meses anteriores, según las opiniones de los empresarios.

El consumo aparente de cemento de enero y febrero ha descendido sobre el realizado en igual período de 1978 y ha sido importante el aumento del

CUADRO II-28

Demanda y actividad interior: T_3^3 (*) (a)

	Matriculación de automóviles	Consumo aparente de acero	Consumo aparente de cemento	Consumo de energía eléctrica
1977				
III. TR Ø	28,4	-15,9	-25,6	-3,3
IV. TR Ø	9,5	-21,2	1,6	7,9
1978				
I. TR Ø	24,2	-42,1	5,0	10,3
II. TR Ø	32,0	-77,5	-10,6	8,9
III. TR Ø	35,8	149,1	- 7,4	0,3
IV. TR Ø	- 2,7	193,8	10,4	4,9
1979				
I. TR Ø	- 4,8	...	...	18,9
1978				
Octubre	35,8	194,5	1,9	4,1
Noviembre	39,9	248,2	12,8	7,4
Diciembre	- 2,7	193,8	10,4	4,9
1979				
Enero	- 0,4	...	8,6	7,9
Febrero	-20,9	...	-14,9	7,9
Marzo	- 4,8	...	...	18,8
Abril	-50,6	...	...	13,0
Mayo .....	...	...	...	17,2

FUENTE: INE, UNESA y UNESID.

(a) Las T_3^3 no están centradas.

paro registrado en los cuatro primeros meses del año. El subsector de la vivienda continúa presentando unos niveles generales de producción y demanda claramente deprimidos. El más claro indicio de lo anterior lo constituye el descenso que, según SEOPAN, ha presentado la contratación residencial privada en los cuatro primeros meses de 1979. Las viviendas de protección oficial, aun permaneciendo situados los valores absolutos de sus indicadores a niveles bajos, han registrado algunas mejorías. Así, las solicitudes de calificación provisional presentadas fueron superiores entre diciembre y febrero a las correspondientes a los cinco meses anteriores, y aumentaron en un 30 % en los dos primeros meses de 1979 sobre el mismo período de 1978. Las calificaciones provisionales de enero y febrero de 1979 han superado también, en un 5,9 %, a las de 1978. Por el contrario, las viviendas protegidas efectivamente iniciadas han continuado descendiendo en los primeros meses de 1979. Como puede, pues, apreciarse, las expectativas del sector han mejorado, aunque su nivel de actividad ha permanecido bajo.

La escasa información disponible sobre **producción y actividad** parece indicar una mejora en los primeros meses del año, no sin fluctuaciones y con una fuerte debilidad en el sector de la construcción.

Los índices de consumo de energía eléctrica, que son un indicador razonable del perfil de la actividad industrial a falta de otro mejor, mostraron un importante avance en el primer trimestre del año, un bache en el mes de abril —tal vez relacionado con la Semana Santa— y una recuperación posterior. En el período marzo-abril-mayo el consumo de energía eléctrica ascendió un 17,2 % sobre su nivel en los tres meses inmediatamente anteriores; y su nivel en los cinco primeros meses del año era un 7,4 % superior al correspondiente al mismo período en 1978 (en el que sólo registró un aumento del 4,7 %). La utilización de la capacidad productiva industrial se mantuvo, en el primer trimestre de 1978, a nivel similar al registrado en el trimestre anterior; pero mejoró en el subsector de consumo, junto con una mejora en las expectativas de producción, en tanto que persistían las débiles condiciones y perspectivas del sector de inversión. En cuanto a la construcción, el descenso del consumo aparente de cemento en un 5,2 % en los dos primeros meses del año respecto de igual período del año anterior indica, en coincidencia con los resultados de las encuestas de opiniones empresariales, la débil actividad del sector. Las encuestas se han hecho menos negativas en marzo y abril, y tal vez la actividad evolucione más favorablemente en los próximos meses, en buena medida como resultado del estímulo del sector público.

El lento crecimiento de la demanda y el estancamiento de la inversión tuvie-

Empleo y paro (*)

Miles de personas y porcentajes

	Encuesta de población activa			Paro registrado	Beneficiarios Seguro de Desempleo
	Ocupados en sentido estricto	Parados	Porcentaje de parados sobre activos (a)		
1977					
III. TR Ø	12.246	776	5,9	571	287
IV. TR Ø	12.234	806	6,1	635	321
1978					
I. TR Ø	12.138	916	6,9	712	362
II. TR Ø	12.021	985	7,5	791	415
III. TR Ø	12.029	1.014	7,7	867	435
IV. TR Ø	11.971	1.050	8,0	910	476
1979					
I. TR Ø	11.852	1.122	8,5	912	...
1978					
Octubre .....	...	...	...	911	464
Noviembre .....	...	...	...	912	476
Diciembre .....	...	...	...	905	487
1979					
Enero .....	...	...	...	892	502
Febrero .....	...	...	...	905	...
Marzo .....	...	...	...	939	...
Abril .....	...	...	...	985	...

FUENTE: INE y Ministerio de Trabajo.

(a) Se ha obtenido con la serie desestacionalizada.

ron, una vez más, un reflejo negativo en las cifras de **empleo y paro** correspondientes a los primeros meses de 1979. Según las cifras de la EPA para dicho período, el número de parados aumentó en 56.400 personas respecto del último trimestre de 1978 (en 72.000, según cifras desestacionalizadas). La población activa siguió disminuyendo, cifrándose en 13.121.000 personas, 44.600 menos que en el cuarto trimestre de 1978. La tasa de paro relativo aumentó así, desde un 8 % en el cuarto trimestre de 1978 hasta un 8,5 % en el primer trimestre de 1979. La población ocupada, por su parte, disminuyó en 118.800 personas. Por sectores, el más afectado fue el de la construcción, que registró un descenso intertrimestral del empleo del 4 %. También el empleo industrial y el agrícola retrocedieron, un 1,7 % y 1,3 % respectivamente. Sólo en el sector de servicios, el empleo mejoró ligeramente.

Las cifras de paro registrado confirman la evolución negativa reflejada por la EPA. El paro registrado aumentó en 80.000 personas (cifras desestaciona-

lizadas) entre diciembre de 1978 y abril de 1979, último dato disponible. En términos de tasas de variación, la serie desestacionalizada evidenció una clara aceleración a partir del mes de febrero, que contrasta negativamente con la pérdida de ritmo que caracterizó la evolución a lo largo de 1978 y especialmente en los últimos meses, en los que llegó a registrar retrocesos absolutos en diciembre y enero. Las cifras de cobertura del mismo corroboran el crecimiento del paro registrado en los primeros cuatro meses de 1979. Los recién llegados al mercado de trabajo registraron, una vez más, los incrementos relativos más importantes. El número de parados registrados sin empleo anterior creció un 28,5 % en los cuatro primeros meses del año, evidenciando así un renovado dinamismo tras los débiles descensos registrados en los meses de noviembre y diciembre. Entre los sectores no agrícolas, el de la construcción presentó la tasa de crecimiento más elevada de la serie original, aunque con series desestacionalizadas el mayor aumento porcentual correspondió al sector servicios. En la agricultura, el número de parados descendió en términos absolutos entre diciembre de 1978 y abril de 1979, aunque en los dos últimos meses del cuatrimestre la serie pareció evidenciar un cierto dinamismo en contraste con la tendencia descendente característica de su evolución desde mediados del año anterior.

La tendencia a la desaceleración de las alzas de **precios**, característica de 1978, pareció romperse a finales de año, registrándose un impulso acelerador desde diciembre que continuó, agravado, en los meses de enero y febrero. Sin embargo, en marzo y abril los precios volvieron a registrar un comportamiento notablemente más moderado de tal forma que, para el conjunto del primer cuatrimestre, puede hablarse de estancamiento del proceso inflacionista. El índice general de precios al consumo creció un 5,2 % en el primer cuatrimestre del año, frente a un 6,0 % en igual período del año anterior. El componente no alimenticio mostró, al igual que en 1978, un comportamiento netamente más dinámico que el de los alimentos, con una tasa de crecimiento acumulada hasta abril del 6,7 % frente al 2,6 % de aumento del índice alimenticio. Sin embargo, es importante advertir que si la aceleración de los dos primeros meses del año fue imputable exclusivamente al componente no alimenticio, también fue éste el que redujo sus ritmos de crecimiento en marzo y abril. Y así, frente a unas tasas de aumento intermensuales desestacionalizadas del 30,3 % y 23,3 % en enero y febrero, respectivamente (elevadas a tasa anual), las correspondientes a marzo y abril se redujeron al 9,7 % y 15,2 %, respectivamente.

En resumen, aunque el comportamiento de los precios en los cuatro primeros meses del año supuso el mantenimiento de una tasa de inflación todavía importante, situada en torno al 15 %, la evolución de los últimos meses parece indicar que el proceso desacelerador continuó en 1979, aunque con

Indice de precios de consumo (*)

(Base 100 = 1976)

	General		Alimenticios		No alimenticios	
	T _i ³	Aumento acumulado en el año	T _i ³	Aumento acumulado en el año	T _i ³	Aumento acumulado en el año
1978						
Julio	20,1	10,6	30,5	11,4	14,0	10,0
Agosto	16,5	12,5	17,5	15,3	15,3	10,6
Septiembre	13,2	13,4	10,4	15,1	14,8	12,3
Octubre	10,7	14,2	-0,2	14,5	15,8	14,0
Noviembre	12,9	14,7	8,0	13,0	17,3	15,8
Diciembre	15,5	16,4	7,2	14,7	22,4	17,7
1979						
Enero	18,8	1,8	8,9	1,0	25,6	2,2
Febrero	16,8	2,6	8,8	0,8	20,7	3,7
Marzo	14,1	3,7	12,1	1,6	15,3	4,8
Abril .....	...	5,2	...	2,7	...	6,7

Indice de precios de consumo

Tasas sobre series originales

	Medias anuales		12 meses que acaban en marzo de 1979	6 meses que acaban en marzo de 1979 (a)	Tasas mensuales			
	1977	1978			Diciembre 1978	Enero 1979	Febrero 1979	Marzo 1979
España	24,5	19,8	16,2 (15,5) (b)	13,2 (15,0) (b)	1,5	1,8	0,8	1,0
O.C.D.E.-Europa	11,0	9,3	9,1	9,6	0,6	1,1	0,8	0,9
Total O.C.D.E. .	8,7	7,9	8,6	8,4	0,4	0,8	0,8	0,9
C.E.E.	9,6	6,8	7,6	8,6	0,5	1,0	0,8	0,8

FUENTE: INE y O.C.D.E.

(a) Elevado a tasa anual.

(b) Las cifras entre paréntesis corresponden al mes de abril.

ritmos de descenso más débiles, y con un diente de sierra en los dos primeros meses del año. Si en los meses venideros se mantuviera el comportamiento de los salarios —que, según la escasa información disponible, han tendido a crecer en torno al límite superior de la banda de orientación sugerida por el Gobierno—, ello supondría un elemento de desaceleración de los costes de producción, con el consiguiente efecto beneficioso sobre los precios. Si a esto se añade el impacto moderador que sobre los precios de importación ha de ejercer la evolución del tipo de cambio, hay razones para pensar que la desaceleración del proceso pueda continuar en los próximos meses.

La **balanza de pagos** ha continuado mostrando, en los primeros meses de 1979, un fuerte excedente tanto por cuenta corriente como en la cuenta de capital.

Según los últimos datos disponibles de la Dirección General de Aduanas las exportaciones de mercancías, en dólares, crecieron, en el primer trimestre, un 38,8 % con respecto de igual período del año anterior. Las importaciones en dólares, por su parte, se incrementaron un 20,7 % entre los mismos períodos. Teniendo en cuenta que el cambio medio de la peseta frente al dólar en los tres primeros meses de 1979 fue de 69,38 pesetas/dólar, lo que supone una apreciación de la peseta del 15,9 % con respecto al primer trimestre de 1978, las tasas anteriores en pesetas son del 19,7 % y el 4,0 %, respectivamente.

La cifra global de importaciones oscurece en buena medida el comportamiento de las mismas en términos nominales debido al peso importante que las importaciones energéticas tienen sobre su evolución. Si se prescinde de estas últimas, las compras no energéticas crecieron en el primer trimestre del año un 8,2 % con respecto al primer trimestre de 1978. Si la comparación se realiza con el trimestre precedente, utilizando ahora cifras desestacionalizadas, se evidencia una desaceleración importante que, sin embargo, debe considerarse con suma cautela ya que la cifra del último trimestre de

CUADRO II-32

Registro de caja de las operaciones con el exterior

Millones de dólares (a)

	Enero-marzo 1979		
	Ingresos	Pagos	Saldo
Balanza por cuenta corriente	6.661,7	6.551,4	110,3
Mercancías	3.883,4	4.874,3	-990,9
Servicios	2.274,0	1.495,4	778,6
Transferencias	504,3	181,7	322,6
Capital a largo plazo	1.793,4	1.240,9	552,5
Privado	1.624,5	847,0	777,5
Público	168,9	393,9	-225,0
Capital a corto plazo	408,2	475,1	- 66,9
Instituciones bancarias privadas	1.583,5	1.221,3	362,2
Cuentas en pesetas de no residentes	151,1	—	151,1
Créditos interiores en divisas	1.432,6	1.221,3	211,3
Valoración de la posición en divisas	-0,2	—	- 0,2
Variación de reservas centrales	—	958,6	-958,6
Derechos Especiales de Giro asignados	70,0	—	70,0
Errores, omisiones y diferencias de valoración	—	69,5	- 69,5

FUENTE: Banco de España.

(a) Valorados con los cambios medios mensuales, excepto las reservas de divisas.

1978 alcanzó unos valores extraordinariamente elevados que hacen aventurado calificar a las cifras del primer trimestre de 1979 como de tendencia definida a la desaceleración. En este sentido, hay que tener en cuenta que el valor de las importaciones no energéticas del mes de marzo, en pesetas y desestacionalizado, supone, junto con diciembre de 1978, una cifra record en la historia de las mismas.

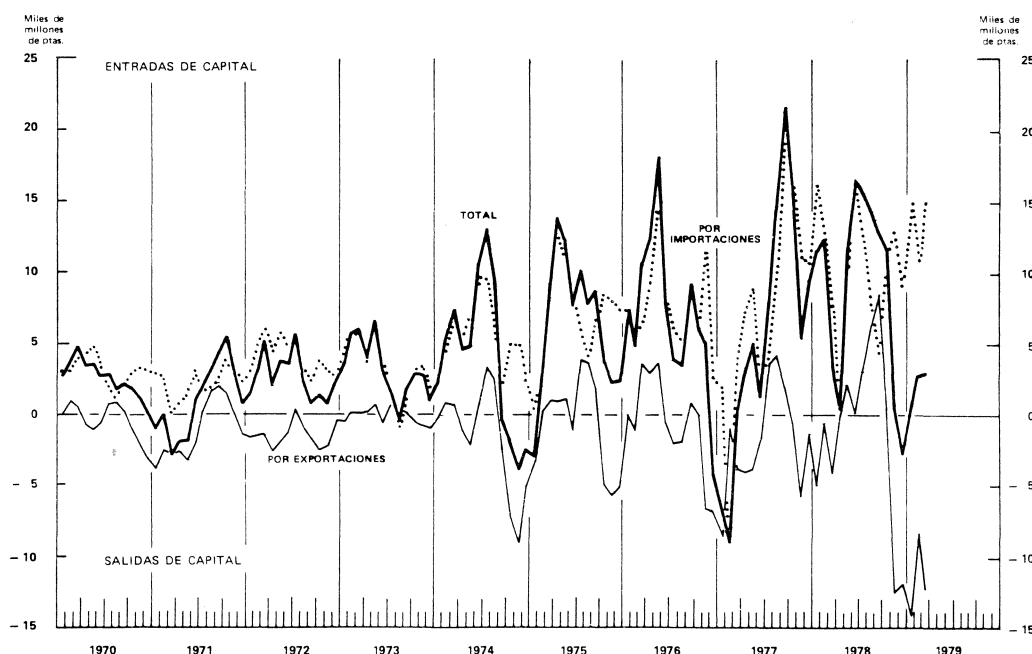
El análisis anterior puede completarse utilizando los datos de valor unitario que para el primer trimestre del año han sido facilitados, con carácter provisional, por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano. Con respecto al primer trimestre del año precedente, la tasa de crecimiento de las importaciones totales, en términos reales, es muy elevada, del 12 % aproximadamente. Por grupos de productos destacan los alimentos, con una tasa superior al 20 %, y los productos sin elaborar e intermedios, cuya tasa se aproxima al 15 %. Los bienes de consumo se incrementaron en torno al 11 % y los de capital tienen una tasa real nula. Los productos energéticos, finalmente, crecen más de un 8 % en términos reales, siendo su tasa nominal negativa (-5,6 %) porque los precios en pesetas han experimentado una caída próxima al 13 %. A este respecto, es importante señalar que el petróleo suele pagarse normalmente a 60 días, con lo que las cifras del primer trimestre del año no recogen aún las recientes subidas en los precios de los crudos.

Si, igual que se hizo con las cifras en términos nominales, se comparan los valores reales del primer trimestre con los del trimestre precedente, resulta un crecimiento real nulo para el total de las importaciones; las importaciones energéticas avanzaron ligeramente y las no energéticas registraron un retroceso mínimo (del 0,4 % según los datos utilizados). Dentro de éstas destaca el retroceso de los alimentos y de los productos sin elaborar e intermedios, en torno al 2 %, el mantenimiento de las importaciones de bienes de capital y el avance importante de los bienes de consumo, más del 6 %.

Las exportaciones de mercancías crecieron en el primer trimestre de 1979 a una tasa anual del 14,2 % con respecto al trimestre precedente, en pesetas corrientes y con cifras desestacionalizadas. Esta tasa supone también una notable desaceleración con respecto a la alcanzada en los últimos meses de 1978 pero, como pasaba con las importaciones, la comparación intertrimestral en términos nominales debe hacerse con cautela pues las cifras de final de año son muy abultadas. De hecho, las cifras desestacionalizadas de febrero y marzo constituyen, por ese orden, máximos históricos.

Pero de nuevo será el análisis en términos reales, aunque sea con informa-

Desfases en ingresos y pagos con el exterior



ción provisional, el que aportará información coyuntural adecuada. En comparación con el primer trimestre de 1978 el total de exportaciones creció, durante los tres primeros meses del año actual, en más de un 10 %. Por grupos de productos destaca el de bienes de capital, con crecimiento próximo al 30 %, y el de bienes de consumo y productos sin elaborar e intermedios, cuyas tasas respectivas son ligeramente inferiores al 10 %. Los alimentos, por el contrario, han experimentado un avance muy reducido del orden del 2,5 %.

En comparación con el trimestre precedente, último de 1978, las exportaciones reales han experimentado una tasa de crecimiento del 1 %, que contrasta con el 16,2 % registrada entre el último trimestre de 1978 y el inmediatamente anterior. También aquí, como en el caso de los valores nominales y en el de las importaciones, hay que ser prudente al interpretar esta fuerte desaceleración, pues los valores de los últimos meses del año suelen ser anormalmente elevados, incluso después de corregirlos de estacionalidad, y, además, no hay que olvidar que el 16,2 % anterior se obtuvo con relación a un trimestre, el tercero de 1978, en el que las exportaciones registraron una caída real considerable. Por grupos de productos destaca el crecimiento de los alimentos, más del 11 %, y de los bienes de los bienes de

crecimiento de los alimentos, más del 11 %, y de los bienes de capital, 3 %; los grupos de productos sin elaborar e intermedios y de bienes de consumo registraron tasas reales negativas que, para los últimos, superó el 5 %.

La única información disponible sobre el resto de los componentes de la balanza por cuenta corriente es la facilitada por el registro de caja. En los tres primeros meses de 1979 el total de los ingresos por servicios se incrementó, en dólares, en un 50,1 %, mientras que el aumento equivalente para los pagos fue del 41,4 %. En términos netos la mejora alcanzada fue de 321 millones de dólares.

Dentro de los diferentes epígrafes de la balanza de servicios destaca el correspondiente a turismo y viajes. En el período considerado los ingresos por este concepto se incrementaron un 53,7 % en dólares, con respecto al período equivalente del año anterior, y un 32,7 % si las cifras se toman en pesetas. Teniendo en cuenta que en términos reales el crecimiento aproximado del número de turistas fue del 17 %, resulta un aumento en el deflactor implícito de los ingresos por turismo en pesetas del 13 %, aproximadamente, similar al del componente alimenticio del índice de precios al consumo. Este comportamiento tan dinámico del turismo se tradujo en un aumento de 361 millones de dólares de su saldo neto con respecto al primer trimestre de 1978.

La balanza de transferencias presentó entre los dos trimestres de comparación, primero de 1979 y primero de 1978, un saldo similar, y, finalmente, la balanza por cuenta corriente, según caja, mejoró en 247 millones de dólares, pues frente a un déficit de 137 millones en 1978 ahora se ha alcanzado un superávit de 110 millones.

De los 959 millones de dólares en que aumentaron las reservas exteriores en el primer trimestre de 1979, 848 millones tienen su origen en la cuenta de capital. Dentro de la misma destacan las operaciones de capital a largo plazo, en las que el capital privado ha arrojado un excedente de 778 millones de dólares en tanto que el capital público ha registrado un saldo negativo de 225 millones. Aunque las entradas de capital privado aparecen dominadas por préstamos y créditos, debe señalarse el rapidísimo ritmo de crecimiento de las inversiones extranjeras directas, con un avance superior al 40 % entre el primer trimestre de 1978 y el primero de 1979. En cuanto a los capitales públicos, el fortísimo excedente exterior ha desalentado la apelación del sector público a fuentes de financiación extranjeras. En el primer trimestre del año se han reembolsado créditos del F.M.I. por un total

de 266 millones de dólares (1). Los movimientos de capital a corto plazo registraron un saldo negativo en el trimestre; pero las operaciones recogidas en el epígrafe de «instituciones bancarias privadas» arrojaron un excedente, en el período, de 362 millones de dólares, como resultado de los créditos interiores en divisas y del incremento de las cuentas en pesetas de no residentes.

Las claras tendencias de la balanza de pagos en el primer trimestre del año se han mantenido en los meses siguientes. Y así, en los cinco primeros meses del año el aumento de las reservas exteriores ha sido de 1598 millones de dólares, situándolas en la cifra de 11.587 millones de dólares al concluir el mes de mayo. Este fortísimo excedente exterior ha generado, como contrapartida, intensas inyecciones de liquidez interior —unos 125 m.m. en los primeros cinco meses— que han creado graves dificultades al control monetario.

Como se ha indicado al comienzo de este epígrafe, las previsiones iniciales de **ingresos y gastos del sector público** para 1979 no implicaban una atenuación de las dificultades que los excedentes de la balanza de pagos pudieran causar al control monetario, puesto que suponían un importante déficit público. El retraso en la aprobación del Presupuesto ha generado perturbaciones por lo que se refiere a los ingresos y gastos públicos, y si por una parte ha conducido probablemente a una reducción del déficit no financiero de las Administraciones Públicas respecto de lo que hubiera sido su volumen en otro caso, también ha determinado un retraso en el desarrollo del programa de emisiones previsto para financiar parte de ese déficit.

Durante el primer cuatrimestre de 1979 el déficit no financiero de las Administraciones Públicas (2) ascendió a 90,5 m.m., frente al ligero superávit de 3,5 m.m. de igual período del año anterior. Mientras los ingresos no financieros aumentaban un 24 %, los pagos no financieros lo hacían a un 39 %. El déficit se explica básicamente por el bajo ritmo de crecimiento de los ingresos estatales, que han aumentado nada más que un 18 %, en tanto que las cotizaciones de la Seguridad Social lo hacían en un 34 %. Asimismo, los pagos, que crecen un 39 %, aumentan menos en el caso de los estatales (22 %) que en el caso de los de Seguridad Social (43 %). Los

(1) En el mes de mayo se ha procedido a realizar reembolsos adicionales al F.M.I. por un total de 251,5 millones de dólares.

(2) Estado y Seguridad Social, únicas instituciones de las que se dispone de datos, que se reducen en cuanto a la última a enero-marzo. No se incluyen las variaciones de las operaciones extrapresupuestarias del Estado ni de la Seguridad Social.

pagos estatales crecieron básicamente a causa de los pagos por resultados —el período de ampliación del Presupuesto anterior se prolongó hasta el mes de abril—; y tanto los pagos corrientes como los de inversión crecieron a la tasa del 22 %. En la Seguridad Social, el aumento se debe básicamente a los pagos corrientes.

El bajo ritmo de los ingresos estatales es consecuencia de los cambios introducidos por la reforma fiscal, que han afectado básicamente a la recaudación de impuestos directos alterando sus ritmos temporales y haciendo inútil la comparación con la recaudación de años anteriores para períodos cortos. Un reajuste de los ritmos de recaudación observados para hacer significativas las comparaciones con años anteriores llevaría la tasa de aumento de la recaudación de impuestos directos, durante los cuatro primeros meses de 1979, del 16,3 % observado al 27 %. Tras esta corrección, el déficit no financiero de las Administraciones Públicas en dicho período descendería de los 90,5 m.m. antes indicados a unos 30,5 m.m.

Durante los cinco primeros meses de 1979, el déficit de caja de la Administración Central y los Organismos Autónomos fue de unos 33 m. m., de los que 3,9 m. m. se financiaron con préstamos exteriores y el resto mediante recurso al Banco de España.

El control monetario se encontró así con unas grandes dificultades para instrumentar la **política monetaria** programada. Se había propuesto una expansión de las disponibilidades líquidas para el primer semestre del año centrada en la tasa del 17,5/18 %; pero, simultáneamente, se deseaba que el crédito al sector privado avanzase a una tasa cercana al objetivo de disponibilidades. Los fortísimos excedentes de balanza de pagos, que, por un lado, ejercían una presión al alza sobre la peseta, dificultaban gravemente, por otro, ese programa monetario; y el comportamiento del sector público tampoco lo favorecía, pues si su déficit, en los primeros meses, estaba siendo probablemente inferior al que hubiera resultado en caso de estar aprobado el Presupuesto, también se habían retrasado las emisiones previstas. Las disponibilidades líquidas tendieron, en consecuencia, a superar los objetivos y el Banco de España, a fin de impedir su rápida aceleración, procedió a colocar cantidades importantes de bonos del Tesoro en las entidades bancarias, estableció depósitos obligatorios remunerados al tipo de interés básico —un 1 % de los pasivos computables de bancos y cajas en enero-febrero, un 1 % adicional en marzo y un tercer punto en los primeros días de mayo— y redujo los límites de redescuento en unos 50 m.m. entre marzo y abril.

Los problemas planteados por el fuerte excedente exterior llevaron, por otra

parte, a la adopción de un conjunto de medidas correctoras, en los últimos días del mes de abril, que se proponían actuar sobre la balanza de pagos tanto por cuenta corriente como por cuenta de capital. El excedente de la cuenta corriente permitió otorgar un nuevo e importante impulso al proceso de reducción del proteccionismo comercial, de indudable relevancia para condicionar la mejora del grado de eficacia del sistema productivo. Y así, se anunció la voluntad de reducir próximamente el número de mercancías sometidas al régimen de «comercio de Estado», se procedió a una nueva reducción arancelaria progresiva y se publicó una nueva lista de mercancías que pasaban al régimen de libre importación. En cuanto a los movimientos por cuenta de capital, el intenso ritmo de toma de préstamos a largo plazo en los mercados financieros internacionales, basado en las condiciones diferenciales existentes entre los mismos y el mercado interior, no sólo estaba generando una fuerte presión sobre la peseta y dificultando el control monetario sino que estaba también desanimando el progresivo desarrollo de un mercado libre de capitales en el interior. Para desalentar las entradas de capital financiero se estableció, con fecha 27 de abril de 1979, la obligación de establecer en el Banco de España un depósito en pesetas, no remunerado, por el 25 % de las disposiciones de préstamos y créditos exteriores que supusieran una entrada neta de divisas y que fueran autorizados hasta el 31 de octubre de 1979; además, el Ministerio de Economía podría establecer un límite al total de autorizaciones de créditos y préstamos financieros concedidas entre las dos fechas mencionadas. Paralelamente, a fin de abrir cauces de financiación interior a largo plazo que pudieran compensar la reducción del flujo de préstamos y créditos exteriores, se obligó a la banca a constituir, en el Banco de España y a lo largo de 1979, un depósito no remunerado por un 1,80 % de sus pasivos computables que podría ser liberado mediante la afección de nuevos créditos con plazo medio superior a tres años y de nuevas compras de obligaciones emitidas por sociedades españolas no financieras; y se redujo el ritmo de descenso de los coeficientes de inversión en fondos públicos y de préstamos de regulación especial de las cajas de ahorro. Se confiaba en moderar, mediante este conjunto de medidas, el perturbador volumen adquirido por el excedente exterior, y así, facilitar el control monetario y limitar la presión alcista sobre la peseta. Al concluir el mes de mayo la peseta se había apreciado un 6,2 % frente al dólar y un 8,6 % frente al conjunto de las monedas mundiales en relación con la situación existente al finalizar el año 1978.

Las elecciones generales y, sobre todo, las huelgas bancarias del mes de febrero han alterado considerablemente las cifras monetarias en febrero y marzo, de modo que resulta difícil precisar cuál fue, mes a mes, el perfil de la tasa de variación de las disponibilidades líquidas en el período. Los ajustes realizados por el Servicio de Estudios del Banco de España para corre-

gir las perturbaciones mencionadas indican un avance de la tasa intertrimestral (elevada a anual) de las disponibilidades líquidas desde el 18 % en diciembre de 1978 hasta un 24 % en febrero para retroceder después hasta un 20 % en abril. También las cifras de crédito se vieron afectadas por las huelgas bancarias; pero, en el primer trimestre del año, el crédito del sistema financiero al sector privado avanzó a una tasa del 15,8 % (11 % en el último trimestre de 1978). La fuerte expansión bancaria de los primeros meses del año hubo de generar tensiones de liquidez que se expresaron, en el mes de abril y la primera parte de mayo, en elevaciones de los tipos de interés del mercado interbancario y en un ajuste a la baja de los ritmos de incremento del crédito; pero tales tensiones no fueron muy intensas y el episodio quedó superado en el propio mes de mayo.

Al concluir el mes de mayo, pesaban sobre el futuro inmediato de la economía española un conjunto de factores de incertidumbre: desde los derivados del peligroso desarrollo de los acontecimientos en el mercado del petróleo, con sus posibles efectos desalentadores sobre la economía mundial y su impacto inflacionista, hasta los resultantes de la demora en la aprobación del Presupuesto.

En estas condiciones, el logro de una tasa de crecimiento real del PIB del 4 % para el conjunto del año parece un objetivo posible pero dependiente, en su realización, de una reanimación de la inversión privada en la segunda parte del año. En el primer trimestre del año el PIB ha debido de crecer a una tasa cercana al 4 % anual. Pero hay que prever una desaceleración de las exportaciones reales de bienes y servicios en el resto del año, cuya tasa interanual de crecimiento no es probable que exceda del 8 %. El consumo privado, por su parte, se verá comprimido por la presión del avance de los precios al consumo sobre la renta disponible. En estas circunstancias, aunque las demandas públicas de consumo e inversión crezcan a tasas ligeramente superiores al 5 % y al 14 % en términos reales, respectivamente, un crecimiento del PIB al 4 % exigirá un incremento de la inversión entre un 5 % y un 6 % en términos reales, en el año.

El logro del crecimiento de la inversión privada parece, en principio, que no tendría que ser demasiado difícil, puesto que apenas supone volver a los niveles de 1977. Sin embargo, la inversión ha seguido estancada en los primeros meses del año, las inversiones eléctricas están profundamente afectadas por el retraso en la discusión del P.E.N. y el sector de la construcción viene mostrando síntomas de debilidad. Aunque el subsector de obras públicas acabe reflejando los impulsos procedentes del sector público, una evolución favorable del subsector de viviendas —y, concretamente, de viviendas protegidas— parece necesario para el logro de los objetivos men-

cionados. En otro caso, la tasa de crecimiento del PIB tendería a situarse en una zona más próxima al 3,5 %. (Debe señalarse que estas tasas de crecimiento responden a una estructura de los avances productivos más equilibrada que la de 1978. En el año actual, las excelentes cosechas previstas y el buen año ganadero no parece que vayan a aportar al crecimiento del PIB más del 0,2/0,4 puntos porcentuales, puesto que el avance del sector primario fue muy fuerte el pasado año —en el que aportó 0,7 puntos al aumento del producto total de la economía—.)

La desaceleración de los salarios monetarios, los aumentos de productividad, el efecto moderador ejercido por la apreciación de la peseta sobre los precios de importación y el buen año agrícola continuarán favoreciendo el proceso de descenso en el ritmo de crecimiento de los precios a lo largo del año. Sin embargo, el intenso encarecimiento de la energía tendrá que afectar a los precios interiores y ello llevará a una tasa interanual de alza de precios algo más alta la inicialmente programada. Este incremento adicional de precios y costes deberá ser financiado y, en consecuencia, las tasas de expansión de las magnitudes monetarias tenderán a situarse ligeramente por encima de las inicialmente previstas.

El control monetario se encontrará, en todo caso, con problemas difíciles a lo largo del año. Para tasas de crecimiento del PIB del orden de las previstas más arriba, la balanza de pagos por cuenta corriente registrará, en 1979, un excedente próximo a los 2.000 millones de dólares; y aunque este excedente tenderá a descender en los últimos meses del año y las medidas adoptadas para frenar las entradas de capitales ejercerán sus efectos en los próximos meses, el superávit de la balanza de pagos puede acercarse a los 4.000 millones de dólares, con la consiguiente generación de liquidez interior. Para que, en estas condiciones, el crédito del sistema financiero al sector privado crezca a las tasas inicialmente previstas, aun aceptando ligeras modificaciones al alza de las tasas de expansión de la cantidad de dinero para acomodar las presiones adicionales de costes recibidas del exterior, será preciso contener el déficit público y desarrollar el programa de emisiones de fondos públicos en las cuantías previstas. La reactivación pausada de la economía, hasta alcanzar al sector de inversión, acompañada de una paulatina desaceleración de los precios, ofrece perspectivas mucho mejores para la creación continuada de empleo que una reactivación apresurada, forzada por vías monetarias, cuyos efectos reales serían efímeros y cuyas consecuencias serían muy perturbadoras para el proceso de ajuste. Es posible, sin embargo, que los incrementos no meramente cíclicos de productividad ofrezcan ocasión de estímulos adicionales a la economía por vías monetarias sin peligros inflacionistas.

Existe un riesgo de pensar que los problemas que tiene planteados la economía española son simplemente problemas de insuficiencia de demanda resultantes de la política de lucha con la inflación; y que bastaría, en consecuencia, una mayor expansión monetaria para que esos problemas se diluyesen. En este y en anteriores Informes se ha expuesto reiteradamente las debilidades de esa posición —rechazada hoy unánimemente por los países industriales— que recurre a viejas recetas para tratar situaciones mucho más complejas, en las que los problemas del lado de la oferta y de los costes y precios relativos son al menos tan importantes como los planteados en términos de demanda efectiva y niveles generales de precios. El epígrafe siguiente expone algunas consideraciones sobre algunos de los problemas con que se enfrenta la política económica española, sin ánimo de recorrer una lista completa de los mismos. El ámbito monetario es como un espejo oscuro en el que se reflejan, no siempre con nitidez, problemas del complejo ámbito «real» de la economía; y es tan antigua como perturbadora la tendencia a buscar fáciles remedios monetarios —que pronto muestran no ser tales remedios— a males cuya solución es más compleja y profunda. Sirva esto de justificación al tratamiento de algunos temas que sólo en apariencia están alejados de lo monetario.

5.2. Algunos problemas de la economía española

Las posibilidades y perspectivas de la economía española están estrechamente condicionadas por el funcionamiento de la economía mundial y, muy especialmente, de las economías industriales europeas. Los márgenes de actuación independiente son bastante limitados: nuestra economía está relacionada cíclicamente con las economías industriales no sólo mediante las transacciones del comercio exterior sino a través de unos mismos problemas básicos y de la evolución en el estado de las expectativas empresariales y en las actitudes socioeconómicas generales. La economía española puede mostrar, sin duda, desviaciones transitorias respecto del perfil evolutivo general de los países industriales, y su tasa potencial de crecimiento real puede situarse a medio y largo plazo por encima de la tasa media de los países más avanzados; pero las posibilidades de lograr una alta tasa sostenida de expansión están muy condicionadas por lo que sucede fuera de sus fronteras. Ni la economía española puede ignorar, sin incurrir en graves dificultades, las políticas y ritmos seguidos por las economías avanzadas en el tratamiento de los problemas generales planteados ni sus posibilidades de expansión son independientes de las perspectivas de dichas economías.

Como ya se ha indicado en el capítulo I de este Informe, esas perspectivas no son favorables ni a corto ni a medio plazo. En primer lugar, está el tema

de la energía. El mundo se ha visto sorprendido por una situación de escasez de petróleo en un horizonte no muy distante sin que el tema de las fuentes alternativas de suministro estuviera adecuadamente resuelto en su doble vertiente tecnológica y social. El problema de la energía es, en primer lugar, un problema de precios relativos, pues sólo a través de la modificación necesaria de los precios relativos puede lograrse un ajuste entre oferta y demanda, con un estímulo de la primera y un desaliento de la última. Pero si el movimiento de los precios relativos es la única vía económica para resolver, a medio y largo plazo, la crisis energética —con modificaciones profundas, sin duda, en las formas de producción y de vida—, el fuerte encarecimiento de la energía en el corto plazo genera elementos de recesión y plantea temas de distribución de renta, a nivel internacional y en los ámbitos nacionales, que desembocan, casi inevitablemente, en el mantenimiento de procesos inflacionistas con ritmos dependientes, por una parte, de la decisión de los países productores de forzar y mantener una mejora de sus relaciones reales de intercambio —respaldos por la realidad de una amenaza de escasez—, por otra parte, de la disposición de los diversos grupos socioeconómicos nacionales a aceptar las consecuencias de esa redistribución de renta en el ámbito mundial y, en fin, de la decisión de los gobiernos, en ausencia de esa disposición, para imponer esa aceptación mediante políticas económicas de signo restrictivo. Interpretado en sus vertientes tecnológica y social, el problema de la energía es un tema de recursos y tecnologías disponibles y alternativas al petróleo, y de actitudes sociales respecto de la reducción del consumo energético, de un lado, y de la aceptación de nuevas fuentes de energía —concretamente, la nuclear— y de los debatidos riesgos que pueda comportar, de otro.

El mundo lleva enfrentado con el problema energético desde 1973, pero aún no ha encontrado la voluntad y los caminos para abordarlo resueltamente. El problema no hace sino agravarse con el transcurso del tiempo y la inacción hasta convertirse en una restricción cada vez más cercana a las posibilidades de crecimiento de la economía mundial. En el comunicado final de una reciente reunión de ministros de la Agencia Internacional de la Energía se advertía que «la situación energética mundial será tensa en un futuro previsible» y que «a menos que las economías industriales reaccionen ahora, la oferta de energía no será suficiente para respaldar ni siquiera un crecimiento económico modesto en la próxima década»; y se concluía pidiendo medidas inmediatas de conservación de energía, el mantenimiento del desarrollo de la energía nuclear y, a más largo plazo, inversiones importantes en el sector del carbón. Sin embargo, la resistencia de las sociedades y, por tanto, de los Gobiernos y Parlamentos —con el caso extremo de Estados Unidos a la cabeza— a adoptar medidas adecuadas, de precios y de otro tipo, para reducir el consumo, y el sentimiento popular de reacción

contra la extensión de nuevas formas de energía cuya tecnología se considera imperfecta y portadora de altos riesgos dificultan la solución de un problema en el que tienden a oscurecerse las opciones realmente abiertas tanto en el terreno tecnológico como en lo que se refiere a las formas de sociedad.

En cualquier caso, la escasez energética y la dilación en la adopción de decisiones han creado una gran incertidumbre sobre el futuro del crecimiento económico y de la estructura industrial y están afectando negativamente los procesos de inversión de los países avanzados. A la inversión en los sectores de producción de energía, pero también a la inversión en los restantes sectores industriales, puesto que el futuro del normal desenvolvimiento de la actividad depende de las decisiones que ahora se adopten respecto de las inversiones energéticas y la programación del futuro industrial está condicionada por las previsiones sobre las estructuras de precios relativos. La reciente decisión de los principales países exportadores de petróleo de modificar su política de producción reduciendo el ritmo de extracción de crudos viene a adelantar un problema de insuficiencia de suministros que parecía aplazado hasta la segunda parte de la próxima década y viene a amenazar, en consecuencia, a la tasa de crecimiento de los países industriales y de la economía mundial si no se procede a una reducción de los consumos energéticos —obtenida, naturalmente, sin afectar a la evolución normal de la actividad— y no se acometen, con rapidez, líneas alternativas de generación de energía, hoy limitadas para muchos países, en el presente estado de la tecnología, a la energía nuclear. No es preciso subrayar hasta qué punto estos elementos de incertidumbre pueden afectar a la confianza de las unidades económicas y debilitar el mayor impulso inversor que parece observarse, al menos en las principales economías europeas y Japón, desde el segundo semestre de 1978.

Por otra parte, y aun si no persisten en el futuro inmediato los problemas de suministro, la amenaza de la escasez energética favorecerá la decisión de los países exportadores de crudos de imponer mejoras en su relación real de intercambio con el resto del mundo y de reaccionar ante cualquier retroceso registrado en la misma —como el de 1978, frente a los países industriales— mediante la elevación del precio del petróleo.

Desde el punto de vista de los países importadores, el intento de resistir el correspondiente empeoramiento de sus relaciones reales de intercambio está condenado al fracaso. Es probable, sin embargo, que, como en ocasiones anteriores, ese intento se registre en muchos países y suban las rentas monetarias en un esfuerzo por conservar rentas y gastos en términos reales. En tal caso, se pondrán en marcha procesos inflacionistas —o se

acelerarán los existentes— y las autoridades se enfrentarán, una vez más, con el dilema de convalidar un proceso que tenderá a acelerarse o tratar de frenarlo mediante políticas restrictivas generadoras de recesión y desempleo.

Pero lo anterior no es más que un aspecto de una situación y unas actitudes más generalizadas en las que los agentes tienden a reaccionar frente a cualquier erosión de sus rentas y gastos reales resultante de alzas de precios del petróleo o de otras materias primas importadas, de encarecimientos transitorios de alimentos debidos a malas cosechas, etc. Y así, basta que surja un brote localizado de alza de los precios para que se generalice un proceso inflacionista impulsado por las reacciones de los perceptores de rentas. ¿En qué medida pueden lograr, unas economías industriales así «indiciadas», tasas de inflación bajas y sin tendencia a la aceleración? Parece que en condiciones muy especiales que conjunten buenas cosechas y mejoras en sus relaciones reales de intercambio. Tal fue el caso, por ejemplo, en 1978, año en el que las materias primas no energéticas importadas por los países industriales cayeron un 5 %, el precio relativo del petróleo retrocedió un 10 % y, en resumen, la relación real de intercambio de los países de la O.C.D.E. mejoró un 5 %, facilitando así una ligera reducción de las tasas de inflación y el aumento de rentas y gastos reales. Pero no será el caso de 1979, ni, en general, de períodos de aceleración del ritmo de actividad de los países industriales, que tienden a imponer tendencias al alza en los precios de las materias primas en los mercados mundiales y a conducir al deterioro de las relaciones reales de intercambio —con ayuda, sin duda, de los países exportadores de petróleo, apoyados en la amenaza de la escasez.

No puede extrañar, por tanto, que, en estas condiciones, los impulsos de demanda en los países industriales, durante los últimos tiempos, hayan tendido a traducirse más en alzas de precios que en incrementos de producción. Y tampoco puede extrañar que, dentro de este marco, las autoridades de los países industriales que otorgan una posición prioritaria a la lucha contra la inflación por considerar a ésta como un grave factor de desintegración social, consideren con recelo cualquier impulso fuerte de la demanda y la actividad y estén dispuestos a recurrir a correcciones de sentido restrictivo tan pronto como parecen advertirse síntomas de resurgimiento de las alzas de precios. Tal actitud puede ser compartida o no. Pero lo cierto es que mientras predomine —con el conjunto de circunstancias que la animan—, impondrá unas bajas pautas de expansión en los países industriales que condicionará, a corto y medio plazo, el crecimiento de la economía mundial.

En el corto plazo, el problema de los suministros de petróleo puede yugular la incipiente expansión de los países industriales, como ya se ha visto. Pero, en cualquier caso, si los precios del petróleo continúan deslizándose al alza, las materias primas se encarecen y el crecimiento de los salarios monetarios se acelera en busca de una defensa de los salarios reales y de su crecimiento, los gobiernos de los países industriales pueden echar mano de políticas monetarias y fiscales más restrictivas que, unidas a la fase baja de la coyuntura de Estados Unidos, impidan alcanzar el modesto 3 % previsto para 1980. Esta incertidumbre sobre la posible evolución de precios y costes, sobre el marco de la política económica y, en definitiva, sobre el comportamiento de los márgenes de beneficio mantiene el elemento de reticencia que viene caracterizando a la inversión productiva en los países industriales.

Pero los problemas esbozados proyectan su sombra sobre las perspectivas económicas del mundo industrial a más largo plazo. El Secretariado de la O.C.D.E. ha elaborado dos previsiones alternativas de crecimiento de los países integrantes del grupo de aquí a mediados de la próxima década y las ha sometido al estudio y consideración de las autoridades de los países miembros. La primera alternativa, calificada como opción «alta» pero que no aspiraba a restablecer el pleno empleo en el período contemplado, proponía una tasa media de crecimiento anual del P.N.B. en términos reales del 4,5 % para el conjunto del grupo. La segunda alternativa u opción «baja» reducía dicha tasa al 3,5 % y suponía una continuación aproximada de las tendencias actuales. Pues bien, la opción «alta» ha sido considerada inaceptable por la mayoría de los países del grupo por considerar que, en primer lugar, llevaría, en las actuales y previsibles condiciones socioeconómicas, a una aceleración probable de la espiral precios-salarios de imposible sostenimiento o medio plazo y, en segundo lugar, comportaría un alto riesgo de generar un exceso de demanda de energía hacia 1985, pues sólo políticas de ahorro de energía eficaces, afortunadas y de intensidad creciente conseguirían evitar, para dicha fecha, una escasez energética de dimensiones críticas. En la misma línea, los estudios de la Comisión de la CEE sobre perspectivas económicas a medio plazo consideran muy difícil la aceptación de una opción «optimista», que situaría la tasa de crecimiento real medio de la Comunidad en torno a un 4 % anual de aquí a 1990, y consideran de más probable aceptación las opciones que sitúan dicha tasa media en la zona del 3/3,5 %. Se acepta que las opciones «bajas» implicarían un crecimiento lento del empleo y una probable elevación de la tasa de paro a no ser que tuvieran éxito medidas de fomento del empleo que pueden adoptar características peligrosas y contraproducentes a largo plazo. Pero se entiende que tales opciones «bajas» son las únicas compatibles con la restricción energética, con una lenta desaceleración de la espiral

salarios/precios y con la paulatina modificación de las actitudes sociales que parece necesaria para asegurar crecimientos sostenidos más elevados; y que, en consecuencia, sin cerrar la puerta a otras opciones cuyos riesgos pueden quedar despejadas por la evolución de los acontecimientos, los gobiernos de los países industriales no pueden comprometerse en programas conjuntos más ambiciosos a medio plazo.

Estas posiciones no pueden considerarse definitivas, pero orientan suficientemente sobre el contexto internacional más probable en que habrá de moverse la economía española en el próximo futuro y a medio plazo así como sobre los temas —en buena medida, comunes— que subyacen a ese contexto y a las actitudes dominantes en el mundo industrial para afrontarlos. Y remiten, de un modo indirecto, a algunos problemas básicos paralelos que tiene planteados la economía española.

Estos problemas hay que referirlos, en último término, a la necesidad de la economía española de alcanzar tasas de crecimiento relativamente elevadas como único medio de resolver paulatinamente el tema del desempleo. Como se acaba de indicar, los países industriales parecen dispuestos a mantener una táctica de «enfriamiento» de unas actitudes generalizadas que tienden a hacer de las economías, en mayor o menor grado, economías indiciadas. La convicción de que la disyuntiva inflación-paro es una disyuntiva falsa, porque mayores tasas permanentes de inflación no conducen a reducciones permanentes de la tasa de paro, les induce a aceptar tasas de crecimiento real modestas, del orden del 3,5 % para los próximos años. En estas condiciones, la economía española debería poder alcanzar ritmos medios anuales de expansión real del orden del 5 %, capaces de generar puestos de trabajo y reducir paulatinamente la tasa de desempleo —con la ayuda lenta de una evolución demográfica prevista que moderará sustancialmente, desde los primeros años de la próxima década, el número de personas llegadas anualmente a los estratos más jóvenes de la población activa potencial—. Cabría pensar en ritmos de crecimiento real más rápidos; pero serían seguramente poco realistas si la velocidad de crucero de las economías industriales es la indicada más arriba.

Si se prescinde, de eventuales colapsos de la economía mundial por razones energéticas, un ritmo medio anual de crecimiento de la economía española del orden del 5 % en los próximos años parece plausible: nuestro atraso económico relativo facilita tasas de expansión superiores a las de los países industriales, las cuotas de inversión requeridas parecen razonables, la balanza de pagos no debería actuar como restricción cercana al crecimiento —salvando siempre las incertidumbres del campo energético— en los próximos años y la tasa de inflación podría descender paulatinamente

hasta situarse cerca de la prevista para los países industriales, en promedio, a mediados de la próxima década (1). Una tasa media de crecimiento del 5 % permitiría absorber los incrementos de población activa y llevar la tasa de paro a un nivel cercano al 6 % hacia 1985, si se mantienen los ritmos históricos de crecimiento de la productividad. Esta no es la tasa de paro que se consideraba equivalente al pleno empleo en épocas pasadas; pero tampoco son similares las condiciones del seguro de desempleo ni las actitudes que hacen compatible una tasa de paro con la ausencia de aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios. Dentro de lo inciertas y provisionales que han de ser siempre, pero especialmente en estos momentos, las consideraciones cuantitativas a medio plazo cabe señalar, sin embargo, que si la tasa de crecimiento de la productividad se situara por encima de su valor histórico, una tasa de expansión del producto superior al 5 % sería posible y deseable.

Más importante que discutir una tasa como objetivo de referencia a medio plazo es, desde luego, considerar los problemas que condicionan la eficacia y la estabilidad de ese crecimiento. Porque ni el tema del crecimiento ni el tema del paro pueden discutirse hoy, en España, de acuerdo con criterios válidos para otras circunstancias, que enfoquen ambos temas como simples problemas de demanda agregada. Una tasa de paro del 8 % de la población activa señala la existencia de un grave problema de desempleo, pero ahí acaba, probablemente, su valor significativo; porque, de un lado, esa cifra recoge —fraudes aparte— los efectos de la mejora del seguro de desempleo y la inscripción como parados de personas que antes nutrían el paro encubierto de la economía; pero, de otro lado, no recoge un buen número de trabajadores que, aunque están empleados, lo están a merced a la financiación de déficits públicos encaminados a mantener esos puestos de trabajo. Los profundos cambios de la economía mundial en los últimos años han afectado duramente a buena parte del capital productivo heredado del pasado. Una parte de ese capital ha perdido su significado económico, más allá de las simples fluctuaciones cíclicas, como resultado de cambios profundos en la estructura de la demanda mundial. Otra parte de la capacidad instalada habrá de ser repuesta, de acuerdo con nuevas técnicas, para subsistir en un mundo donde el esquema de los costes comparativos de producción está variando considerablemente. El destino de otra parte dependerá, en fin, de la evolución relativa de los costes unitarios del trabajo. En estas condiciones, el problema del empleo no consiste en reducir la tasa agregada de paro sino en generar puestos de trabajo en líneas viables; y el

(1) Cualquier previsión sobre el comportamiento de los precios en los próximos años resulta extremadamente azarosa en estos momentos. La O.C.D.E. estima que, con las tasas de crecimiento actualmente previstas y en el supuesto de que el petróleo y las demás materias primas mantengan sus precios reales actuales, los grandes países industriales del grupo podrían registrar una tasa media de inflación del orden del 5,5 % hacia 1985.

tema básico del crecimiento sostenido no es un simple problema de tasas agregadas sino de la estructura con la que se esté consiguiendo ese crecimiento. Los problemas no son meramente de demanda efectiva sino, en grado sustancial, de oferta y de costes y precios relativos. Un crecimiento alto y sostenido facilitará, sin duda, los ajustes reales necesarios; pero si se pretende conservar cuanto se ha heredado y no es viable en su situación actual, o bien se reducirá la tasa de crecimiento agregado o bien ésta deberá alcanzar cotas insostenibles en cualquier consideración razonable del futuro.

Cualquier previsión de crecimiento sostenido para los próximos años ha de contar, en primer lugar, con un horizonte relativamente despejado en el tema de la energía, sobre el que nuestro país, a pesar de ser uno de los más dependientes de los suministros exteriores en Europa, continúa demorando sus decisiones en relación con las opciones planteadas. Dos buenos años hidráulicos y la contención relativa de la demanda de energía resultante del bajo ritmo de crecimiento han ayudado a aplazar el enfrentamiento con un problema que es, sin embargo, más acuciante cada día. La demora en la definición ante las opciones realmente abiertas no sólo está deteniendo la inversión en un sector básico y dificultando la reactivación de la economía española en el corto plazo sino que está oscureciendo las expectativas generales de la economía a medio plazo y obstaculizando, en general, la inversión productiva. España no puede eludir el ajuste de precios relativos que impone la escasez si ha de contener el consumo energético de modo que éste no se convierta en un límite estricto a sus posibilidades de crecimiento y si ha de asumir las transformaciones en las formas de producción y de vida que impone la energía cara. Al mismo tiempo, España ha de resolver entre las opciones energéticas realmente abiertas para los próximos años a partir de una clara discusión de las diferentes tecnologías y sus riesgos relativos, de las posibilidades efectivas y las garantías de seguridad que cada una de ellas ofrece y exige y de las opciones sociales que están detrás de esa discusión —teniendo en cuenta, desde luego, que nadie parece proponer organizadamente, hoy por hoy, una dolorosa y aislada transición hacia formas de sociedad sin crecimiento—. Lo que nuestra economía, con sus problemas de reajuste, crecimiento y desempleo, no puede soportar sin graves consecuencias es una remisión indefinida al futuro de un tema fundamental y urgente.

Está, en segundo lugar, el problema de las actitudes socioeconómicas ante la inflación y la participación de los distintos grupos en la renta nacional. El problema está planteado, como se ha visto, en todas las economías industriales, pero ha revestido mayor gravedad en el caso español que en la gran mayoría de dichas economías durante los últimos años, y su importancia

relativa en España está condicionada decisivamente por cuáles sean las actitudes y políticas dominantes al respecto en el mundo industrial. Señaladas antes cuáles son esas actitudes y políticas, la economía española sólo logrará, previsiblemente, mantener una tasa de crecimiento sostenido más elevada que la media de los países industriales si nuestra economía no funciona como una economía altamente «indiciada» en la que los empeoramientos de la relación real de intercambio con el resto del mundo —permanentes o cíclicos—, los incrementos en los precios agrícolas resultantes de malas cosechas o fenómenos análogos no pongan en marcha procesos inflacionistas resultantes de una negativa de los diversos grupos a aceptar ajustes permanentes e inevitables o simplemente pasajeros. Porque, en el marco más probable de la economía internacional que se ha descrito, sólo una evolución en este sentido de las actitudes socioeconómicas puede impedir que tasas relativamente elevadas de crecimiento generen aceleraciones inflacionistas imposibles de mantener.

Resulta difícil, sin embargo, otorgar a lo dicho un contenido que lo saque del ámbito de las palabras piadosas. La experiencia generalizada sobre las políticas de rentas es poco alentadora: pueden ser utilizadas durante períodos cortos, respaldadas por contenciones de la demanda, para quebrar, en un momento dado, una aceleración de las expectativas inflacionistas —como se hizo en los Acuerdos de la Moncloa—; pero son muy dudosas su eficacia como instrumento persistente de política económica. Pueden ser más útiles, por más flexibles, normas orientadoras de los crecimientos salariales, especialmente si emanan de alguna institución técnica (de las que la confusa historia de las políticas de rentas ofrece ejemplos, no siempre satisfactorios, en otros países), aceptada como neutral, que cuente con la colaboración y que actúe como coordinadora de discusiones entre el Gobierno, los empresarios y los sindicatos. Lo significativo es que cualquier norma general rígida puede tener efectos muy perjudiciales en un período en el que las reasignaciones de recursos han de ser importantes y han de estar orientadas por movimientos adecuados de costes y precios relativos. Este es también, desde luego, el argumento básico contra la proliferación de los controles de precios, que, a la larga, a nada conducen si no es a la generación de distorsiones y que no pueden sustituir nunca al verdadero camino consistente en mantener, siempre que sea posible, mercados abiertos donde proteccionismos y trabas legales no obstaculicen una adecuada fluidez de los suministros. Siempre podrá argumentarse que, en último término, las actitudes proclives a la inflación sólo podrán combatirse lentamente y a través de una disciplina monetaria y financiera estricta y duradera. Esta es, como se ha indicado, la posición actualmente dominante en los gobiernos de la gran mayoría de los países industriales. Sin embargo, si tales actitudes no se moderan por convicción, en base a una apreciación

objetiva de las graves dificultades que están a la vista, la necesaria disciplina de las políticas de demanda o bien acabará quebrándose o bien conducirá a bajas tasas de crecimiento en un país que necesita realizar un esfuerzo importante en la creación de puestos de trabajo. Porque es cierto que los aumentos permanentes de inflación no permiten conseguir aumentos permanentes de empleo; y la economía española sólo puede aspirar a un crecimiento sostenido si logra reducir paulatinamente su tasa de inflación aproximadamente al nivel medio de los países industriales —especialmente con vistas al programa, generalmente aceptado, de incorporación a la CEE, cuyos miembros parecen haber aumentado recientemente los grados de convergencia de sus políticas económicas.

La modificación del marco legal de las relaciones laborales es un problema importante que los empresarios han convertido en reivindicación prioritaria en sus planteamientos. No se puede pretender, en efecto, que un sistema rígido, adecuado a un marco autoritario, se mantenga en un orden de libertades políticas y democracia; y, probablemente, nadie lo pretende. Una cosa son las conquistas irrenunciables de los trabajadores y otra muy distinta son las concesiones otorgadas en relación con unos objetivos políticos que carecen ya de vigencia. Los conflictos laborales deben discurrir de acuerdo con unas normas objetivas y los empresarios, en una economía de mercado, deben estar en condiciones de desempeñar su función dentro de unos criterios sociales generalmente aceptados en el último tercio del siglo xx pero sin verse sometidos a rigideces que sólo conducen a descensos de la productividad, desalientos de la inversión o al fomento sistemático de inversiones sustitutivas de trabajo por capital, contrarias a la dotación relativa de factores de que dispone este país. Existe, con toda probabilidad, un ámbito de encuentro entre las distintas posiciones mantenidas en torno a este problema que acerque el sistema español de relaciones laborales al dominante en los países industriales europeos que son referencia inescusable de las aspiraciones de integración económica. Parece también claro, sin embargo, que una vez resuelto este problema de ordenación legal, los empresarios continuarán teniendo que afrontar y asumir la realidad de un cambio profundo en las relaciones sociales en nuestro país, con el cual tendrán que convivir y al cual tendrán que adaptar sus actitudes.

El problema de las participaciones relativas y, más significativamente, de la distribución personal de la renta y el bienestar no se resolverá nunca, en cualquier caso, a través de procesos de elevación de rentas monetarias y precios que, además de limitar el crecimiento de la renta real disponible para su distribución, tienen importantes efectos regresivos especialmente sobre la distribución de la riqueza. Los problemas de justicia y bienestar sociales deberán encontrar su respuesta por otras vías. España ha iniciado,

en 1978, la reforma fiscal más ambiciosa acometida en nuestro país en más de un siglo; y esa reforma ha de ser aplicada en la práctica con eficacia y rigor —cualesquiera que sean los retoques que la experiencia de su aplicación muestre como aconsejables—. Y el gasto público, dentro de sus limitaciones, ha mostrado una evolución progresiva en muchas líneas, como puede comprobarse en una lectura del capítulo IV de este Informe. La situación es aún insatisfactoria, sin duda: existen desigualdades agudas y persiste un fuerte déficit en la satisfacción de las necesidades colectivas que no se atienden a través del mercado. Pero la superación de esa situación debe buscarse por vías que sean compatibles con la lucha con los dos fenómenos que están generando efectos más regresivos en estos momentos: la inflación y el paro; y debe buscarse teniendo en cuenta, primero, que el éxito del esfuerzo dependerá de que la economía española mantenga un núcleo de actividades productivas (públicas y privadas) eficaz y dinámico y, segundo, que los problemas pendientes obligan a que el esfuerzo esté presidido por la preocupación de lograr una buena asignación y utilización de los recursos, siempre escasos, que tenga a su disposición.

El producto disponible para atender la satisfacción de necesidades colectivas es igual al excedente del producto generado por el sector de mercado —empresas individuales o societarias, públicas y privadas— sobre el consumo y la inversión de esas empresas y de quienes trabajan para ellas o derivan rentas de ellas **más** el producto aportado por el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Cualquier esfuerzo por ampliar la satisfacción de las necesidades colectivas ha de estar basado en una paralela ampliación del excedente del sector de mercado —mediante un incremento de su producto neto y mediante una reducción de su consumo a través de impuestos— si no se quiere que dicho esfuerzo se traduzca en inflación y en déficits de la balanza de pagos. Esta aproximación al problema es bastante esclarecedora, especialmente por lo que se refiere a la necesidad de remodelar la estructura del gasto público y a la relación entre esa estructura y la situación de las empresas públicas.

Una parte sustancial de los problemas de crisis y reestructuración industrial que la economía española tiene planteados en estos momentos se sitúan en empresas públicas. Las empresas públicas forman parte del sector de mercado, y en la medida que generen excedentes bajos o negativos estarán reduciendo el excedente global del sector de mercado y comprimiendo, por tanto, las posibilidades de mejorar la atención de las necesidades colectivas sin incurrir en tensiones inflacionistas o en déficits exteriores. En consecuencia, unas empresas públicas que generen excedentes bajos o negativos estarán detrayendo recursos de la satisfacción potencial de las necesidades colectivas cuando deberían estar contribuyendo a generarlos. Un

país con empresas públicas generadoras de excedentes bajos o negativos encontrará graves dificultades para desarrollar la atención a las necesidades sociales; y, en conclusión, un país que desee mantener un importante sector de industrias públicas y un buen sistema de servicios sociales simultáneamente deberá procurar que aquellas funcionen con eficacia y, en medida sustancial, de acuerdo con criterios de rentabilidad económica.

No es ésta, ciertamente, la situación de las empresas públicas heredadas del período anterior y agobiadas por los problemas presentes. Sus déficits son, con frecuencia, mayores (y sus beneficios, en su caso, menores) que los que aparecen en las presentaciones habituales, que tienden a infrarrepresentar el consumo de capital y el coste de una financiación externa recibida, a menudo, a tipos de interés subvencionados. Sus estructuras financieras son defectuosas y crecientemente onerosas. Algunas padecen las consecuencias de la recesión cíclica nacional y mundial; otras están sometidas a los resultados de cambios estructurales, y no simplemente coyunturales, de la demanda y una parte de su capital productivo puede darse por perdido; abundan los excesos de plantillas y las bajas productividades —que, en algunos casos, persisten a pesar de que se han realizado fuertes inversiones y de que la producción no encuentra límites por el lado de la demanda—; algunas, en fin, han de practicar precios políticos sobre su producción. La mejor defensa que puede hacerse en estos momentos —probablemente, desde cualquier posición— de la empresa pública y de su futuro consiste en avanzar en la corrección de esta situación —que implica, al mismo tiempo, avanzar por el camino de la reestructuración de sectores en crisis—. Los problemas planteados son demasiado graves para esperar o solicitar soluciones rápidas y definitivas, y aún más con una economía con bajo crecimiento; pero serían aconsejables programas orientados a corregir y sanear esta situación y desarrollarlos con decisión y con calendarios definidos. Es posible que se decida mantener excesos de plantillas o precios políticos en algunas empresas públicas; pero, en tal caso y en esa medida, se estarán llevando las empresas públicas con criterios de servicios sociales y habrá que renunciar a la mejora de otras atenciones sociales alternativas; de modo que siempre será preferible un cálculo correcto y expreso de las subvenciones implicadas para que se conozca el coste de las decisiones y puedan hacerse comparaciones con otras formas alternativas de utilizar esos recursos. Y parece, desde luego, necesario que las amortizaciones de las empresas públicas estén relacionadas con el consumo real de capital y que sean progresivamente dotadas de unos recursos propios que permitan enderezar su distorsionada estructura financiera.

El argumento desarrollado en los párrafos anteriores se refiere a las empresas públicas por la especial relevancia de sus problemas en estos momen-

tos; pero puede obviamente generalizarse al conjunto de las atenciones a las necesidades colectivas. Los recursos reales dedicados a las mismas sólo podrán ampliarse sin general graves disfunciones en la economía —inflaciones instrumentadas como sustitución de los impuestos; déficits exteriores por cuenta corriente; reducciones de la inversión privada, con perjuicio para el empleo y el crecimiento, resultantes de intensas apelaciones a las emisiones públicas —en la medida que se amplíe el excedente real del sector de mercado bien por aumento del producto neto, bien mediante reducciones análogas (aunque unos y otras, si crecen con excesiva rapidez, pueden general reacciones que conduzcan a aumentos de costes e inflación que anulen la operación de trasvase de recursos hacia el sector de necesidades públicas). En unas circunstancias de crecimiento modesto, la mejor satisfacción de las necesidades colectivas aconseja, por una parte, prudencia acompasada a las posibilidades reales de la economía y, por otra, un esfuerzo persistente encaminado a mejorar la asignación de los recursos disponibles para atender aquellas —lo cual implica un esfuerzo por reestructurar los gastos públicos y reforzar los criterios de su gestión.

Esta aproximación al problema de las necesidades colectivas y su satisfacción en términos de recursos reales disponibles es probablemente más útil que la desarrollada en los términos habituales de participación del gasto público en la demanda nacional y de los déficits del sector público —y no sólo porque los déficits públicos efectivos son bastante más altos y están creciendo bastante más deprisa que lo que suele aceptarse (como puede comprobarse en el capítulo IV de este Informe)—. No cabe hablar de la participación del gasto público en la demanda nacional y de su evolución sin hacer referencia a la evolución simultánea de los recursos reales proporcionados por el excedente del sector de mercado y a la eficacia con que se están asignando esos recursos reales. Como no cabe hablar de los déficits públicos sin referirse a cómo van a ser financiados —mediante emisiones o a través de la expansión monetaria— y a cómo esa financiación va a absorber recursos reales con cargo al excedente del sector de mercado. El planteamiento en términos financieros es un simple espejo en el que deben leerse remisiones a problemas de recursos reales.

También en términos de recursos reales resulta más claro el problema de que, siendo limitados los recursos reales disponibles para la inversión, insistir en sectores donde el futuro exige liberación de recursos equivale a reducir las posibilidades de expansión de otros sectores dinámicos y a hipotecar, en definitiva, el crecimiento de la economía. Este es un argumento desde el que se pasa sin dificultad a la conveniencia de seguir haciendo más libre y más flexible el sistema financiero en cuanto encauzador de los fondos de préstamo hacia los puntos de asignación de los recursos. Este es

un tema objeto de consideración en capítulos posteriores pero sobre el que cabe decir que el futuro deseable debe orientarse más en términos de competencia, diversificación de servicios y transparencia crecientes que en términos de intervencionismo y rigideces administrativas. El proceso de liberación del sistema financiero, que recibió un impulso decisivo en 1977, ha abierto posibilidades que deberán traducirse en avances efectivos más al hilo de las demandas de la economía que como resultado de grandes medidas legislativas. La dificultad central continúa situada en la financiación a medio y largo plazo, donde los problemas derivan, por una parte, de la práctica inexistencia de unos mercados de renta fija organizados tras tantos años de creación de demanda artificial a través de los coeficientes legalmente impuestos al sistema crediticio y, por otra, de la actitud de precaución y espera del público en una situación que estiman incierta y que les induce a reforzar su preferencia por las colocaciones líquidas. Dejando aparte el campo de la deuda pública, donde la voluntad del Tesoro de plegarse a las condiciones del mercado y la intervención diaria del Banco de España para asegurar liquidez a los títulos sin interferir con los movimientos naturales de las cotizaciones se irán encargando de ampliar el mercado, la iniciativa del desarrollo del mercado de renta fija corresponde a las empresas, públicas y privadas, y al desarrollo de los correspondientes servicios bancarios para organizar los mercados —sin incurrir en el falso temor de sufrir pérdidas de depósitos—. Por lo demás, existe un amplio consenso respecto de la necesidad de introducir reformas en el mercado de valores que aumenten la información del público sobre la evolución de las empresas, mejoren los mecanismos de formación de los precios, incrementen la transparencia del mercado y potencien las redes de comercialización de los títulos. La reconstrucción de los mercados de fondos de préstamo a medio y largo plazo es un problema de solución paulatina que se vería facilitado, sin duda, por la desaceleración de la inflación y la mejora de las expectativas empresariales y la actividad económica.

Al final de cualquier recorrido de problemas de la economía española, por parcial y selectivo que sea, hay que acabar volviendo, sin embargo, a los problemas que pesan sobre la economía mundial en estos momentos, con la escasez energética como amenaza más cercana y perturbadora pero no única. El año 1979 cierra una década adversa desde el punto de vista económico; pero la próxima década no promete ser más cómoda. En tales circunstancias, la economía española debe guiarse por unos objetivos y criterios definidos en términos de problemas a resolver, no de programas rígidos y detallados. Los inciertos retos que será preciso afrontar exigirán una gran capacidad de adaptación de las economías; aunque las etapas de dificultades tienden a fomentar la introducción de rigideces, las economías que más probabilidades tendrán de superarlas con éxito serán aquellas que

dispongan de mayores grados de flexibilidad. Y los problemas económicos del próximo futuro podrán vadearse mejor en la medida que los países tomen conciencia de ellos con una perspectiva más amplia que la que se agota en los temas de cada día y en los intereses inmediatos.

CAPITULO III

LA BALANZA DE PAGOS EN 1978

En el año 1977 la balanza por cuenta corriente española alcanzó un déficit de 2.449 millones de dólares, cifra que supuso una importante reducción con respecto a los valores alcanzados en los tres años precedentes. En 1978, según cifras provisionales estimadas por el Servicio de Estudios del Banco de España —que coinciden, básicamente, con las estimadas por la Secretaría General Técnica del Ministerio de Comercio y Turismo—, la balanza corriente alcanzó un superávit de 1.510 millones de dólares, hecho que no ocurría desde el año 1973 y cuya magnitud no tiene precedentes en la historia reciente de la economía española. Estos 1.510 millones de dólares, junto con unas entradas netas de capital a largo plazo por valor de 1.874 millones de dólares, hicieron que la balanza básica registrara un superávit de 3.384 millones de dólares (770 millones en 1977). Las reservas de oro y divisas en poder del Banco de España, por su parte, se incrementaron durante 1978 en 3.889 millones de dólares, situándose su nivel al finalizar el año en 9.934 millones de dólares.

Este fuerte excedente de la balanza de pagos, tanto por cuenta corriente como por cuenta de capital, se explica en términos del lento avance de la demanda interna y la producción de la economía española, de las tensiones de financiación impuestas por una política monetaria de signo restrictivo y, en fin, por el impulso otorgado por la depreciación de la peseta, en julio de 1977, al trasvase de recursos reales en beneficio de la balanza de pagos.

Paralelamente, el fuerte avance de las exportaciones de bienes y servicios y el estancamiento de las importaciones condujeron a un excedente apreciable en la cuenta corriente. El contraste entre las dificultades de financiación interiores y la abundantísima liquidez existente en los mercados financieros internacionales creó unas condiciones en términos de diferenciales de intereses, plazos y disponibilidades de fondos que, junto con la reducción o eliminación de las expectativas de depreciación de la peseta, indujeron una importante apelación a las fuentes exteriores de financiación. Por ambas vías, la balanza de pagos generó importantes inyecciones de liquidez en la economía que dificultaron el control monetario y amenazaron con imponer, a falta de una actuación compensatoria adecuada, un ajuste en el que la expansión monetaria se encargara de eliminar el excedente a través de expansiones transitorias de la producción y aceleraciones de la tasa de inflación.

El deseo de impedir esa vía perturbadora de ajuste y la persistente presión del mercado de cambios —donde el Banco de España hubo de intervenir de modo casi continuo, y acumular, en consecuencia, reservas exteriores para absorber el exceso de oferta de divisas extranjeras a los tipos de cambio existentes— condujeron, desde mediados de 1978, a la aceptación de una creciente e importante apreciación de la peseta, que acabó el año un 9,2 %, en términos de cambio medio efectivo, sobre su situación a finales de 1977.

1. LA BALANZA DE PAGOS POR CUENTA CORRIENTE

En los cuadros III-1 y III-2 se encuentra la información referente a la balanza por cuenta corriente durante los últimos cuatro años. La valoración se ha realizado tanto en pesetas como en dólares, ya que el empleo de cifras en dólares, que frecuentemente se ha utilizado con el fin de tomar una unidad de medida estable, ha perdido toda justificación ante el comportamiento del dólar en los mercados de cambio, siendo, por tanto, desde este punto de vista, indiferente el empleo de una u otra unidad de valoración. En este análisis se utilizarán cifras en dólares para las comparaciones interanuales de los grandes agregados, ya que sus órdenes de magnitud suelen ser los comúnmente empleados, pero se emplearán cifras en pesetas en los análisis más desagregados, puesto que a esta unidad de cuenta suelen referirse numerosos datos que complementan la información facilitada por la evolución nominal del comercio exterior, como son, por ejemplo, los índices de valor unitario. En cualquier caso, hay que tener en cuenta que el cambio medio mensual de la peseta frente al dólar se apreció un 15 % entre diciembre de 1977 y diciembre de 1978, mientras que el cambio medio anual del último año se depreció en un 0,9 % con relación al del año precedente.

Como puede comprobarse en el cuadro III-1, el saldo por cuenta corriente en base a transacciones mejoró con respecto al del año precedente en 3.959 millones de dólares. De esta cifra, 2.207 millones se explican por la balanza de mercancías, siendo también destacables las aportaciones de las balanzas de servicios y transferencias: 1.452 y 300 millones de dólares, respectivamente. En términos de caja, el superávit corriente fue de 1.675 millones de dólares, cifra muy parecida a la de transacciones y cuyas diferencias se explican, básicamente, por los diferentes criterios de contabilización empleados para valorar las partidas correspondientes a fletes y seguros comerciales. Parece, pues, que en el conjunto del año no se produjeron movimientos importantes de «leads» y «lags»; aunque, como se verá en el capítulo VI, los movimientos entre el primero y el segundo semestre tuvieron distinto signo.

Balanza por cuenta corriente

m. m.

	1975			1976			1977			1978 (a)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías	448,2	872,2	-424,0	601,5	1.091,7	-490,2	800,3	1.267,7	-467,4	1.032,9	1.341,9	-309,0
2. Servicios	349,0	190,8	158,2	373,4	247,3	126,1	514,1	304,4	209,7	694,5	385,8	308,7
Fletes, seguros y transportes	71,4	64,6	6,8	85,4	79,5	5,9	107,7	88,2	19,5	130,3	90,7	39,6
Turismo y viajes	199,9	22,2	177,7	207,1	27,1	180,0	313,2	40,3	272,9	416,5	43,0	373,5
Rentas de inversión	31,6	44,3	- 12,7	25,2	58,9	- 33,6	26,7	84,6	- 57,9	49,7	134,1	- 84,4
Transacciones gubernamentales	4,7	11,7	- 7,0	5,5	11,2	- 5,7	6,2	15,6	- 9,4	8,9	19,0	- 10,1
Asist. técnica y «royalties»	2,9	17,3	- 14,4	4,1	31,2	- 27,2	4,5	28,7	- 24,2	5,6	30,5	- 24,9
Otros servicios	38,5	30,7	7,8	46,1	39,4	6,7	55,8	47,0	8,8	83,5	68,5	15,0
3. Transferencias	82,8	17,2	65,6	98,5	22,1	76,4	120,0	31,0	89,0	143,4	32,5	110,9
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (1 a 3)	880,0	1.080,2	-200,2	1.073,4	1.361,1	-287,7	1.434,4	1.603,1	-168,7	1.870,8	1.760,2	110,6

Millones de dólares

	1975			1976			1977			1978 (a)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías	7.807	15.193	-7.386	8.990	16.317	-7.327	10.611	16.832	-6.221	13.527	17.541	-4.014
2. Servicios	6.078	3.323	2.755	5.577	3.692	1.885	6.656	4.036	2.620	9.133	5.061	4.072
Fletes, seguros y transportes	1.244	1.126	118	1.276	1.188	88	1.414	1.166	248	1.706	1.190	516
Turismo y viajes	3.481	387	3.094	3.095	405	2.690	4.020	534	3.486	5.488	567	4.921
Rentas de inversión	550	771	- 221	373	880	- 507	352	1.114	- 762	653	1.760	- 1.107
Transacciones gubernamentales	82	204	- 122	82	167	- 85	81	233	- 152	116	249	- 133
Asist. técnica y «royalties»	50	301	- 251	61	466	- 405	59	387	- 328	73	398	- 325
Otros servicios	671	535	136	690	584	106	730	602	128	1.097	897	200
3. Transferencias	1.443	299	1.144	1.472	330	1.142	1.558	406	1.152	1.880	428	1.452
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (1 a 3)	15.328	18.815	-3.487	16.040	20.339	-4.299	18.825	21.274	-2.449	24.540	23.030	1.510

FUENTES: Ministerio de Comercio y Turismo, Dirección General de Aduanas y Banco de España.

(a) Estimación del Banco de España.

Balanza por cuenta corriente

CUADRO III-2

Tasas de crecimiento sobre el año anterior de las cifras en pesetas

	1975		1976		1977		1978 (a)	
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
1. Mercancías	7,3	5,8	34,2	25,2	33,0	16,1	29,1	5,8
2. Servicios	7,1	10,9	7,0	29,5	37,6	23,2	35,1	26,7
Fletes, seguros y transportes	11,0	-5,7	19,6	23,1	26,1	10,9	21,0	2,8
Turismo y viajes	8,8	20,6	3,6	22,1	51,2	48,7	33,0	6,7
Rentas de inversión	-17,3	42,0	-20,2	33,0	6,0	43,6	86,1	58,5
Transacciones gubernamentales	20,5	23,2	17,0	-4,3	12,7	39,3	43,6	21,8
Asist. técnica y «royalties»	38,1	-4,4	41,4	80,3	9,8	-8,0	24,4	6,3
Otros servicios	13,6	16,7	20,3	27,4	20,5	20,2	49,6	45,7
3. Transferencias	6,3	43,3	19,0	28,5	21,8	40,3	19,5	4,8
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE	7,1	7,1	22,0	26,0	33,6	17,8	30,4	9,8

Tasas de crecimiento sobre el año anterior de las cifras en dólares

	1975		1976		1977		1978 (a)	
	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
1. Mercancías	7,8	6,3	15,1	7,4	18,0	3,2	27,5	4,2
2. Servicios	7,6	11,5	- 8,2	11,1	19,2	9,3	37,2	25,4
Fletes, seguros y transportes	11,6	-5,1	2,6	5,5	10,8	- 1,8	20,6	2,1
Turismo y viajes	9,3	21,3	-11,1	4,6	29,9	31,8	36,5	6,2
Rentas de inversión	-16,9	42,5	-31,4	14,1	6,6	26,6	85,5	58,0
Transacciones gubernamentales	20,6	23,6	—	-18,1	-1,2	39,5	43,2	6,9
Asist. técnica y «royalties»	38,9	-4,1	22,0	54,8	-3,3	-16,9	23,7	2,8
Otros servicios	14,1	17,3	3,1	9,2	5,5	3,1	50,3	49,0
3. Transferencias	6,9	43,7	2,0	10,4	5,8	23,0	20,7	5,4
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE	7,6	7,6	4,7	8,1	17,3	4,6	30,4	8,3

FUENTES: Ministerio de Comercio y Turismo, Dirección General de Aduanas y Banco de España.

(a) Estimación del Banco de España.

1.1. La balanza comercial

La mejora tan acusada experimentada por la balanza comercial en 1978 se explica tanto por el fuerte aumento registrado en las exportaciones de mercancías como por el bajo ritmo que alcanzaron las importaciones. En el cuadro III-2 se encuentran las tasas de crecimiento interanuales en pesetas y en dólares tras los ajustes necesarios para pasar de cifras de Aduanas a cifras de balanza de pagos. En los cuadros III-3 y III-4 aparecen junto con las tasas interanuales las intertrimestrales, referidas ahora a las cifras en pesetas publicadas por la Dirección General de Aduanas: en términos c.i.f. para las importaciones y f.o.b. para las exportaciones.

Después de tres años consecutivos en los que la tasa de crecimiento de las exportaciones superó claramente a la de las importaciones, la cobertura del comercio de mercancías ha pasado del 51,4 % en el año 1975 al 77,1 % en 1978. A un nivel muy general, las causas últimas de este cambio tan importante se encuentran en el bajo ritmo de crecimiento de la economía española y en que la pérdida de competitividad derivada de los diferentes ritmos de inflación interna y externa fue compensándose con modificaciones en los tipos de cambio que, en algunos momentos y hasta que las diferentes tasas de inflación anulaban de nuevo la ventaja otorgada por aquellas, permitieron avances espectaculares de las exportaciones. Aunque las causas generales de este cambio tan importante en la balanza comercial evidencian elementos de fragilidad, no es menos cierto que una tasa de cobertura como la alcanzada en 1978 permite, para los años inmediatos, compaginar aceleraciones en el ritmo de importaciones con tasas más moderadas de avance en las exportaciones que las logradas en los últimos años, sin que ello comprometa necesariamente el equilibrio exterior de la economía española.

Antes de analizar de forma más detallada la evolución de la balanza comercial en el año, conviene hacer un breve comentario sobre los datos con los que se va a trabajar. Las cifras sobre el valor en pesetas son las facilitadas por la Dirección General de Aduanas, y los índices de valor unitario son los elaborados por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano. En el informe del año pasado se indicaba cómo los índices de valor unitario elaborados por el Servicio de Estudios del Banco de España, que cubrían el período 1962-1977, venían mostrando últimamente una serie de anomalías, debidas, entre otras razones, a los numerosos cambios introducidos en la clasificación del comercio exterior por la Dirección General de Aduanas. En vista de esto se dejaron de calcular los índices en 1978 y se han utilizado los publicados por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano, únicos de los disponibles que se elaboran en base a las cifras de Aduanas. Es

Evolución de las importaciones de mercancías

Tasas de crecimiento con respecto al período precedente

	1975	1976	1977	1978	1977				1978			
					I	II	III	IV	I	II	III	IV
VALOR EN PESETAS CORRIENTES (a)												
Total (b)	4,9	25,6	15,4	6,0	- 9,8	15,0	7,1	2,7	- 2,2	0,7	- 5,9	8,5
Productos energéticos	6,5	42,0	12,1	6,1	-17,4	38,9	- 3,6	7,8	2,0	-5,0	-11,3	10,9
Productos no energéticos (b)	4,3	19,8	16,7	6,0	- 6,8	6,8	11,8	0,8	- 3,9	3,1	- 3,7	7,7
Alimentos	12,6	- 0,3	36,2	13,1	-18,4	21,3	19,6	1,0	-10,3	15,4	- 2,0	- 0,5
Productos sin elaborar e intermedios	- 3,9	30,5	11,0	3,2	- 0,9	3,6	4,2	0,5	0,2	-1,8	- 6,4	19,2
Bienes de capital	10,5	15,4	9,3	3,3	- 7,3	5,6	12,1	3,0	- 6,0	1,1	- 0,8	0,5
Bienes de consumo	5,8	35,2	26,2	9,2	- 5,7	2,4	25,8	-3,5	- 0,3	2,6	- 4,8	3,4
INDICES DE VALOR UNITARIO (c)												
Total	8,0	14,6	24,1	10,8	0,1	7,8	16,0	3,0	3,0	- 2,4	- 1,8	-3,8
Productos energéticos	12,6	23,7	19,5	6,3	1,2	4,2	21,5	2,3	1,0	-3,4	- 6,1	-4,1
Alimentos	7,2	17,7	38,1	0,8	7,1	17,1	13,3	-4,5	0,2	-2,2	- 6,1	-3,7
Productos sin elaborar a intermedios (d)	- 2,7	3,7	25,7	11,5	3,0	1,4	15,0	0,4	4,7	0,8	- 1,5	-3,9
Bienes de capital	22,1	20,6	16,9	21,6	- 8,4	11,4	14,8	11,5	3,0	-1,3	3,5	-3,4
Bienes de consumo	21,4	6,8	22,7	21,9	5,2	-2,0	17,2	6,6	8,9	-0,1	0,4	-2,7
VALOR EN PESETAS DE 1970												
Total (b)	- 3,9	9,0	- 6,9	- 5,3	- 8,9	4,1	- 5,8	-1,0	- 6,0	2,5	- 2,8	12,7
Productos energéticos	- 5,4	15,0	- 6,3	- 0,2	-18,4	32,9	-20,6	5,2	1,2	-1,8	- 5,0	15,0
Productos no energéticos	- 3,7	8,2	- 7,0	- 6,1	- 7,4	0,3	- 3,2	-1,9	- 7,1	3,2	- 2,4	12,3
Alimentos	5,1	-15,3	- 1,4	12,3	-23,6	3,3	5,3	6,1	-10,5	18,2	4,5	3,0
Productos sin elaborar e intermedios	- 1,2	25,8	-11,7	- 7,4	- 3,9	1,2	- 9,5	0,2	- 4,2	-2,8	- 4,3	23,4
Bienes de capital	- 9,5	- 4,3	- 6,5	-15,0	1,0	-5,1	- 2,5	-7,3	- 9,1	2,6	- 4,2	4,9
Bienes de consumo	-12,9	26,7	2,8	-10,4	-10,4	5,0	7,1	-9,6	- 8,1	2,7	- 5,2	6,4

FUENTES: Dirección General de Aduanas y Banco Hispano Americano.

(a) Las series que mostraron evidencia de comportamiento estacional: productos sin elaborar e intermedios, bienes de capital y de consumo, se desestacionalizaron por el método X-11 utilizando datos mensuales del período 1964-1978.

(b) Agregados obtenidos por suma de componente.

(c) Índices de valor unitario medio elaborados con datos mensuales facilitados por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano; 0 1970 = 100.

(d) Índice ponderado de los dos subgrupos de acuerdo con los valores de las importaciones correspondientes en 1970.

necesario advertir también que el comportamiento estacional de las series de comercio exterior es especialmente complejo, por lo que la utilización de las series desestacionalizadas por el método X-11, únicas disponibles, puede introducir cierto grado de perturbación. No obstante, algunas series originales evidencian un comportamiento estacional de tal importancia que su tratamiento en términos desestacionalizados parece necesario.

Las **importaciones de mercancías** en términos nominales tuvieron en 1978 un crecimiento medio anual del 6 % en pesetas (cuadro III-3). A lo largo del año destacan la ligera recuperación del segundo trimestre, basada, sobre todo, en el crecimiento de las importaciones de alimentos, y el notable impulso del cuarto trimestre, generalizado a todos los grupos de productos, excepto los alimentos. En general, el crecimiento en pesetas corrientes de las importaciones se debe al comportamiento de los precios de importación, ya que en términos reales la caída fue similar a la del año anterior, en el que la tasa nominal fue más del doble que la del presente año.

En el capítulo II se hizo un análisis detallado de la evolución de los precios de importación medidos a partir de los índices de valor unitario, por lo que no se va a repetir aquí dicho análisis de nuevo. Basta con recordar que tanto la evolución del tipo de cambio como el moderado crecimiento de los precios del comercio mundial coincidieron en desacelerar notablemente el deflactor de las importaciones. Esta desaceleración, que en términos medios anuales afectó a todos los grupos de productos excepto los bienes de capital y que fue de gran intensidad en grupos tan importantes como el petróleo y los alimentos, fue mucho más acusada en su evolución a lo largo del año, sobre todo desde la continua revaluación de la peseta a partir del segundo trimestre, alcanzando un carácter general y llegando algunos grupos concretos a experimentar retrocesos absolutos entre diciembre de 1977 y diciembre de 1978.

En pesetas constantes de 1970 la caída media anual de las importaciones de mercancías durante el año 1978 fue superior al 5 %, siendo los alimentos los únicos bienes que alcanzaron una tasa real positiva. En su perfil temporal, el ligero aumento que se observa en el segundo trimestre del año se basa, fundamentalmente, en el fuerte tirón que durante el mismo registraron las compras de alimentos, aunque también los bienes de capital y consumo alcanzaron tasas positivas. El incremento real de estos dos últimos grupos de bienes se produjo, en parte, por una caída en los precios que no se confirmó hasta dos trimestres después; esto y la inseguridad en el método de desestacionalización empleado hace que estos ligeros movimientos trimestrales deban considerarse con suma cautela. Lo que queda plena-

mente confirmado por los datos disponibles es la fuerte recuperación de las importaciones de mercancías en el cuarto trimestre del año, recuperación generalizada que fue especialmente importante en los productos energéticos y en los sin elaborar e intermedios.

Las **importaciones de energía** registraron por segundo año consecutivo una tasa real negativa al amparo de las favorables condiciones climatológicas registradas en ambos años. Las incertidumbres producidas en el mercado del petróleo por la crisis del Irán y por las reuniones de los países de la OPEP a finales del año pasado, propiciaron un elevado incremento en las importaciones de crudos en el cuarto trimestre.

Las **importaciones de alimentos** fueron, como ya se indicó, el único grupo con tasa media real positiva en el año. Si se observan los datos del cuadro III-3 puede verse que, en su perfil trimestral, el valor en pesetas corrientes registró en los dos últimos años una fuerte caída en el primer trimestre que, en cierta medida, exagera la recuperación del segundo trimestre. Esto hace que el fuerte crecimiento real del segundo trimestre del año deba considerarse con cierta cautela, si no en su signo sí en su intensidad (1). En cualquier caso, las tasas reales de los trimestres sucesivos parecen confirmar la existencia de una recuperación en las importaciones de alimentos a partir de la primavera de 1978 que se centró, fundamentalmente, en las compras de carne, pescado, legumbres y tubérculos alimenticios, y aceites de cacahuete, soja y girasol. Después de un año en el que los precios de los alimentos alcanzaron subidas elevadísimas parece que la moderación de los mismos en 1978, ayudada por el comportamiento del tipo de cambio de la peseta, propició la compra de productos alimenticios.

Los grupos de **productos sin elaborar e intermedios** venían registrando desde el año 1976 tasas reales intertrimestrales negativas o próximas a cero; la fortísima recuperación del cuarto trimestre de 1978 parece, pues, que debe explicarse como un proceso de recuperación de existencias impulsado por la caída de los precios en pesetas desde mediados de año y los síntomas de ligera recuperación interior de finales del mismo.

En cuanto a los grupos de **bienes de capital y bienes de consumo**, ya se señaló la desconfianza con respecto a la ligera recuperación que muestran los datos en el segundo trimestre, aunque no hay que descartar que dicha recuperación estuviera relacionada con la mejora observada en la demanda

(1) La serie de alimentos con la que se trabajó no está corregida de estacionalidad pues los resultados obtenidos con el X-11 no aseguraban, en absoluto, que el empleo de la serie desestacionalizada fuese lo más adecuado. El movimiento observado en los dos primeros trimestres últimos puede deberse, por lo tanto, a problemas estacionales de difícil captación.

interior en esos meses. Pero, por encima de ligeros movimientos de difícil cuantificación debido a las imprecisiones de los datos que se están analizando, la línea clara que muestran estos dos grupos de bienes es de un proceso de caída real, proceso que se ha visto interrumpido en el último trimestre del año 1978.

Hasta ahora se ha realizado un análisis de la evolución de los distintos grupos de importaciones de mercancías en el año 1978 y se han apuntado algunas hipótesis explicativas de su comportamiento a lo largo del mismo y en comparación con el año precedente. A nivel agregado, tratando de enmarcar el comportamiento de esta variable en la evolución económica general, hay que constatar, por segundo año consecutivo, la existencia de tasas reales de importación negativas a pesar de que el producto interior registró, en ambos, tasas de avance próximas al 3 % y de que los precios interiores, medidos a través del deflactor del P.I.B., crecieron, en el último año, a tasa muy superior a la de los precios de importación. Este comportamiento contradice las relaciones observadas entre estas tres variables (importaciones reales, producto interior y precios relativos) en los años sesenta y principio de los setenta. Pero este hecho, incuestionable, no indica que la evolución de las importaciones no se encuentre relacionada con la marcha de la demanda agregada ni con la relación entre precios internos y externos, como habrá podido comprobarse en el análisis desagregado realizado anteriormente. Es importante tener en cuenta las grandes diferencias que existen entre la forma en que se ha desarrollado el crecimiento de la economía española de hace unos años y la actual: de crecer con tasas elevadas basadas fundamentalmente en los incrementos de la demanda interior, consumo e inversión, se ha pasado a ritmos de crecimiento reducidos que se encuentran potenciados, casi en su totalidad, por la demanda exterior, mientras que los componentes interiores o tienen tasas muy moderadas (consumo) o fuertemente negativas (inversión), y que se han expresado, en 1978, en avances considerables de la agricultura y los servicios mientras la industria, en sentido amplio, mostraba un claro estancamiento. Este cambio tan radical, junto con las distorsiones e incertidumbres producidas en el comercio mundial en los últimos años, las fuertes variaciones en el tipo de cambio de la peseta y las tasas de inflación sin precedentes en la economía española de los últimos veinte años, ha hecho que las relaciones empíricas observadas años atrás hayan perdido en gran medida su significado, pero no los supuestos en los que aquellas se basaban. En efecto, las tasas reales negativas de aquellos grupos de importaciones más relacionados con la coyuntura interior se explican perfectamente por la evolución de la demanda interna: el consumo muy deprimido y la inversión fuertemente negativa justifican sobradamente las tasas de importación negativas de estos grupos de bienes y de las materias primas y productos intermedios, so-

bre todo si se tienen en cuenta el importante proceso de desacumulación de existencias que parece haberse producido en la economía en los últimos años. Todo esto implica que en el momento en el que la economía vuelva a adentrarse por una senda de crecimiento sostenido y estable, potenciado por aumentos en la demanda interior, las importaciones de mercancías pueden volver a registrar tasas reales fuertemente positivas.

Importaciones por zonas geográficas

CUADRO III-4

	1978 Valor en m.m.	Tasas de crecimiento			Composición porcentual			
		76/75	77/76	78/77	1973	1976	1977	1978
O.C.D.E.	822,3	20,7	9,9	8,4	71,4	59,0	56,2	57,5
Estados Unidos	190,1	12,0	-2,3	17,4	16,1	14,2	12,0	13,3
Japón	40,1	105,0	-4,9	-6,5	2,6	3,9	3,2	2,8
CEE	495,6	19,8	19,0	7,5	42,9	33,1	34,1	34,6
Reino Unido	77,0	17,5	21,9	8,0	6,4	5,0	5,3	5,4
Francia	130,1	17,5	23,9	15,0	10,3	7,8	8,4	9,1
Alemania	142,4	28,5	10,8	4,7	13,6	10,5	10,1	10,0
Italia	67,5	13,2	26,3	-1,0	6,0	4,6	5,0	4,7
Países Socialistas (a)	42,3	-18,3	15,5	-3,6	2,8	3,2	3,2	3,0
OPEP	373,2	45,2	14,8	5,9	11,8	26,3	26,1	26,1
Resto de América	97,9	27,6	48,8	-4,4	7,2	5,9	7,6	6,8
Resto de África	61,4	24,4	52,2	-6,8	4,6	3,7	4,9	4,3
Resto del mundo	33,9	63,0	21,8	26,5	2,2	1,9	2,0	2,4

FUENTE: Dirección General de Aduanas.

(a) Comprende los países del COMECON y Cuba, China y Vietnam.

En el cuadro III-4 se recoge, por último, la distribución de las importaciones por zonas geográficas. No se observa, con respecto al año 1977, ningún cambio importante en la composición porcentual de las diferentes áreas consideradas. Cabe constatar que durante el último año se produjo una ligera recuperación en la participación de la O.C.D.E. en el total de las importaciones, debida, sobre todo, al aumento de las compras procedentes de los Estados Unidos. Todo hace suponer que cuando la demanda interior se recupere se acelerará el ritmo de importaciones procedentes de la zona O.C.D.E., por lo que, sin llegar a los niveles del año 1973, aumentará su porcentaje de participación.

En el cuadro III-5 se recoge, para las **exportaciones de mercancías**, una información equivalente a la presentada para las importaciones. La tasa de

Evolución de las exportaciones de mercancías

Tasas de crecimiento con respecto al período precedente

	1975	1976	1977	1978	1977				1978			
					I	II	III	IV	I	II	III	IV
VALOR EN PESETAS CORRIENTES (a)												
Total (b)	8,0	32,2	32,9	29,2	-0,2	7,2	5,7	20,3	1,5	10,2	-10,2	17,3
Productos energéticos	-48,4	51,0	32,4	-12,8	20,6	-45,1	68,9	14,5	-12,6	-25,0	28,1	-35,6
Alimenticios	0,2	33,8	24,7	20,4	-2,8	13,9	14,0	4,7	3,8	3,1	- 2,0	- 1,6
Productos sin elaborar e intermedios	13,5	38,6	38,2	41,7	3,4	7,2	7,1	19,5	11,0	10,6	- 9,6	16,4
Bienes de capital	22,6	20,3	23,6	23,9	-5,8	10,2	1,8	4,7	6,9	13,5	-15,9	30,9
Bienes de consumo	14,1	32,4	42,0	32,4	-0,4	9,1	- 5,3	50,4	-10,5	17,3	-15,8	30,8
INDICES DE VALOR UNITARIO (c)												
Total	6,4	11,0	22,0	15,9	3,9	- 0,1	19,9	8,9	-1,8	-0,4	2,9	2,5
Productos energéticos	- 5,3	17,6	8,2	12,5	-4,6	- 6,2	18,3	12,2	0,0	- 3,3	- 8,4	15,5
Alimentos	7,6	4,8	25,3	23,4	5,5	- 2,1	26,1	14,2	- 0,7	-2,2	5,1	3,7
Productos sin elaborar e intermedios (d)	0,5	6,8	19,6	5,1	0,9	1,2	8,4	4,6	- 3,3	- 1,5	2,3	3,5
Bienes de capital	18,7	18,4	17,9	16,5	3,4	0,7	12,8	10,3	2,7	- 1,5	2,7	- 3,0
Bienes de consumo	11,9	16,9	24,5	17,1	5,1	6,5	16,6	3,9	- 1,8	4,2	4,6	2,2
VALOR EN PESETAS DE 1970												
Total (b)	1,5	17,9	9,6	14,4	-4,0	6,8	- 9,3	12,6	3,1	11,2	-13,7	16,2
Productos energéticos	-45,7	28,9	22,4	-23,3	28,6	-38,9	36,4	0,0	-13,3	-23,1	50,0	-46,7
Alimentos	- 6,9	27,6	-0,4	- 2,5	-7,9	16,6	- 9,8	-8,1	4,1	5,7	- 7,0	- 5,2
Productos sin elaborar e intermedios	12,9	29,8	15,6	34,0	2,5	5,7	- 1,2	14,5	14,7	12,2	-11,7	12,6
Bienes de capital	3,3	1,5	5,0	6,3	-8,9	9,2	- 9,5	-5,3	4,3	15,4	-18,5	35,2
Bienes de consumo	1,8	13,2	14,2	13,0	-5,4	2,4	-19,0	44,9	- 8,7	12,5	-19,3	28,5

FUENTES: Dirección General de Aduanas y Banco Hispano Americano.

(a) La serie de alimentos, que mostró evidencia de comportamiento estacional, se desestacionalizó por el método X-11, utilizando datos mensuales del período 1964-1978.

(b) Agregados obtenidos por suma de componentes.

(c) Índices de valor unitario medio elaborados con datos mensuales facilitados por el Servicio de Estudios del Banco Hispano Americano 0 1970 = 100

(d) Índice ponderado de los dos subgrupos de acuerdo con los valores de las exportaciones correspondientes en 1970.

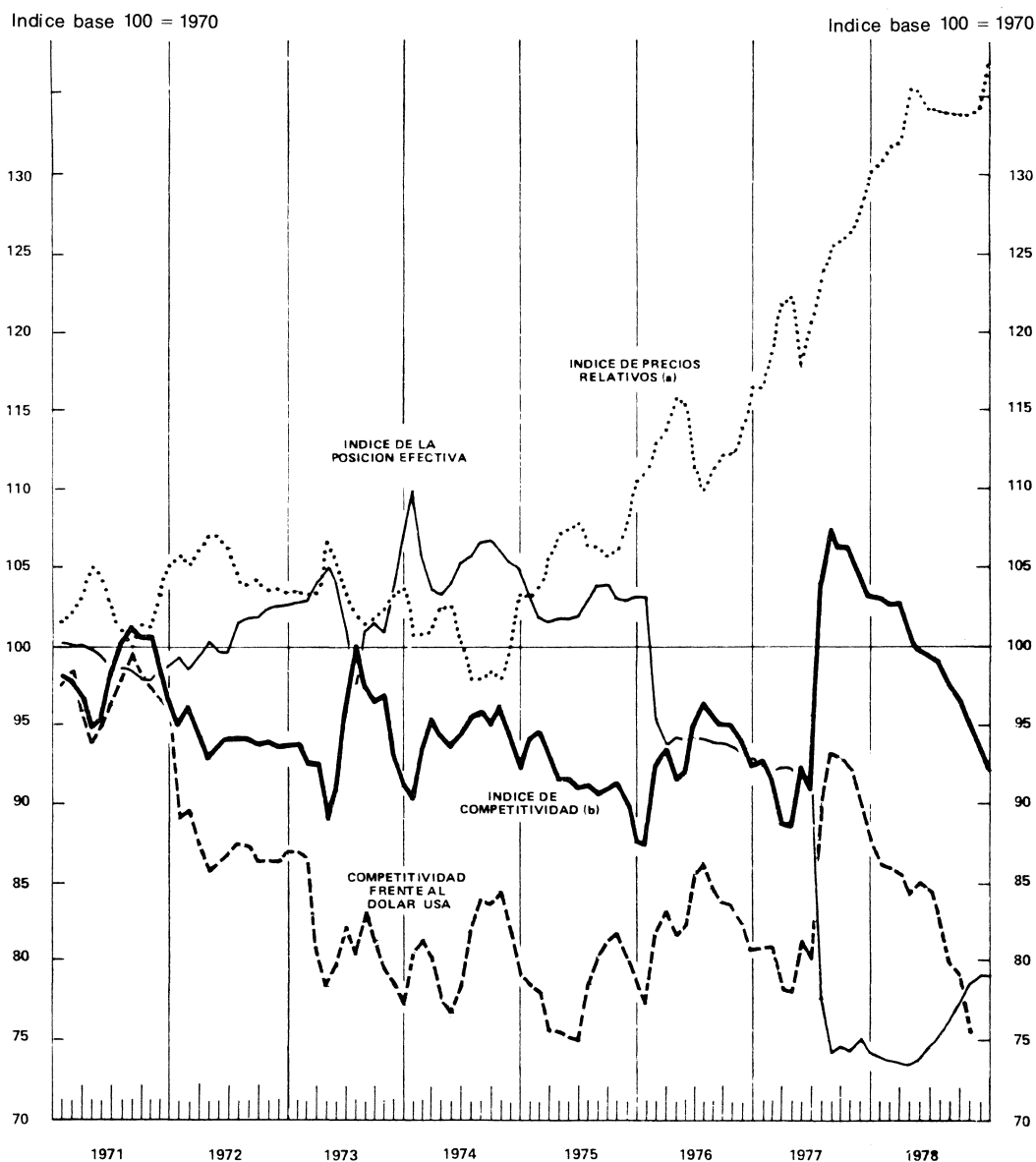
crecimiento interanual de la cifra en pesetas corrientes fue del 29,2 %, ligeramente inferior a la del año precedente, siendo el hecho más destacado de su evolución intertrimestral la pasajera caída que se observa en el tercer trimestre del año.

Los índices de valor unitario registraron un crecimiento medio anual notablemente inferior al del año 1977, un 15,9 %, siendo los alimentos el grupo que alcanzó un avance más acusado. En cualquier caso, el comportamiento medio anual no es expresivo de la evolución de los precios de exportación en el año. Como se recordará, y puede apreciarse en el cuadro III-5, tras la depreciación de la peseta en julio de 1977 se produjo una rápida elevación en los precios de exportación al tratar las empresas exportadoras de apropiarse de la ventaja otorgada por la depreciación y recuperar así los márgenes de beneficio con los que estaban trabajando en el mercado exterior. La subida media de los índices en 1978 es en gran medida producto de esa elevación, ya que el comportamiento a lo largo del año ha sido sumamente moderado, especialmente en la primera parte del mismo. En efecto, la tasa de crecimiento diciembre de 1978 sobre diciembre de 1977 fue, para el índice general, del 4,3 %, mientras que la equivalente un año hacia atrás fue del 30,2 %. Los grupos de productos sin elaborar e intermedios y bienes de capital registraron, diciembre sobre diciembre, retrocesos absolutos en sus índices, y los de bienes de consumo y alimentos, que experimentaron avances, lo hicieron con una fuerte desaceleración respecto de las tasas conseguidas a lo largo del año 1977.

Según la O.C.D.E., el crecimiento medio anual durante 1978 de los precios de las exportaciones de sus países miembros expresado en dólares fue del 13,8 % (expresado en términos de sus propias monedas fue mucho más reducido, 3,5 %). Si cualquiera de las cifras anteriores se pasa a pesetas resulta una tasa de crecimiento muy similar a la alcanzada por los precios de exportación españoles, por lo que puede decirse que las mercancías españolas mantuvieron, por término medio, su competitividad en los mercados internacionales.

Resulta sumamente interesante, para comprender la evolución de las exportaciones españolas, relacionar el comportamiento de sus precios descrito en los párrafos anteriores con alguna medida de la competitividad de la peseta. En el gráfico III-1 se presenta el índice de competitividad de la peseta elaborado en el Servicio de Estudios del Banco de España, que combina los efectos de las diferentes tasas de inflación, mediante un índice de precios relativos, con el de las políticas de tipos de cambio, mediante el índice de la posición efectiva de la peseta. Este índice de competitividad, que sólo pretende dar una medida aproximada de la misma, muestra cómo,

Indice de competitividad de la peseta (0)



- (a) Relación entre el índice de precios al por mayor de España y la media geométrica, ponderada por el comercio bilateral de España en el grupo de países cuyas monedas se cotizan en Madrid, de los índices de precios al por mayor de dichos países.
- (b) Inverso del resultado de multiplicar el índice de precios relativos por el índice de la posición efectiva (calculado mediante medias geométricas). El aumento en el valor del índice indica mejora de competitividad de los productos españoles.

a mediados de 1977, con la modificación del tipo de cambio se logró restaurar, e incluso superar, el nivel de 1970 que se había ido deteriorando ante el proceso inflacionista sufrido por la economía española. A partir de esa fecha y durante todo el año 1978 la caída en la competitividad fue continua, tanto por el comportamiento de los precios como por el del índice de la posición efectiva. Por término medio, en 1978 la competitividad de la peseta se mantuvo a un nivel similar al de 1977 (en realidad tuvo una mejora del 0,7 %) mientras que diciembre sobre diciembre registró una caída del 12,1 %. Esta caída se reparte, aproximadamente, en partes iguales entre el efecto de los precios relativos (5,3 %) y el de la apreciación del tipo de cambio (6,1 %).

Puede verse, pues, cierta correspondencia entre la evolución de la competitividad de la peseta y el comportamiento de los precios de exportación: a lo largo de 1978 los exportadores tuvieron que contener los aumentos de sus precios de exportación, y en algunos casos reducirlos, con el fin de hacer frente a la pérdida de competitividad que les reportaba el comportamiento del tipo de cambio de la peseta, a pesar de que las tensiones inflacionistas y de costes latentes en la economía española eran bastante superiores a las de sus principales competidores.

El análisis anterior puede completarse comparando la situación del índice de competitividad de la peseta al finalizar 1978 con respecto a la que por término medio se dio en los años 1971, 1972 y 1973, años en los que la balanza por cuenta corriente alcanzó ligeros superávits. El resultado es una pérdida de competitividad de sólo el 3,7 %, ya que la pérdida derivada de las diferentes tasas de inflación interna y externa, un 32,3 %, se vio compensada en gran medida por la depreciación del cambio efectivo de las monedas, 27,6 %. También puede resultar interesante comparar la evolución de los precios de exportación con los precios interiores. Si como medida de éstos tomamos los precios al por mayor, resulta que el crecimiento entre diciembre de 1978 y el valor medio de los años 1971, 1972 y 1973 fue, para este índice, del 134,9 % mientras que para los precios de exportación fue del 144,5 %.

Con los números anteriores, pese a su concreción, sólo se pretende dar una idea aproximada de las tendencias mostradas por esas variables durante el período de tiempo analizado, ya que se es plenamente consciente de los diferentes problemas que plantean las series estadísticas consideradas. Pero pese a esta falta de precisión los datos parecen mostrar unos comportamientos bastante consecuentes: las distintas modificaciones en el tipo de cambio han logrado mantener la competitividad de las exportaciones españolas a pesar del fuerte proceso inflacionista vivido por la economía espa-

ñola en los últimos años, habiéndose producido este mantenimiento, lógicamente, con ciertos altibajos. Los precios de exportación, por su parte, han trasladado hacia el exterior las tensiones inflacionistas internas, produciéndose este traslado, sobre todo, en aquellos momentos en los que el comportamiento de los tipos de cambio permitía hacerlo sin dañar fuertemente la competitividad; en otros momentos, el año 1978 es un ejemplo de ello, los precios de exportación hubieron de tener un comportamiento más sostenido como único medio de defender la competitividad exterior de las exportaciones ante el aumento del valor externo de la peseta.

La otra variable básica para explicar la evolución de las exportaciones en 1978 es, evidentemente, la demanda mundial. Si se toma como medida de ella el comercio de los países de la O.C.D.E. en términos reales, su evolución en 1978 fue similar a la del año anterior y a la prevista para 1979, un crecimiento interanual en torno al 5 %.

Del análisis realizado hasta ahora resulta que los precios de las exportaciones crecieron a una tasa similar a la de los precios de nuestros principales competidores y que la demanda mundial, aproximada por el comercio de los países de la O.C.D.E., se incrementó en un 5 %. Si a estas variables se les aplican las elasticidades estimadas con datos del período 1962-1976 resulta que no puede explicarse totalmente el fuerte incremento real experimentado por las exportaciones de mercancías en el año 1978. Las relaciones de comportamiento válidas para años anteriores tampoco se mantienen en este caso, siendo necesario un replanteamiento de las mismas que debería incluir nuevas variables que posiblemente resultarán de gran relevancia. En este sentido puede considerarse el debilitamiento de la demanda interior como factor explicativo fundamental del crecimiento de las exportaciones en los últimos años.

De la evolución de las exportaciones en pesetas de 1970 a lo largo del año 1978 el hecho más significativo es la fuerte caída registrada en el tercer trimestre. La caída fue generalizada, si se prescinde del grupo poco importante de productos energéticos, y fue seguida en el trimestre siguiente de una intensa recuperación en todos ellos menos en el grupo de alimentos. En su momento se pensó que este retroceso en las exportaciones reflejaba el final del período expansivo iniciado tras la depreciación de la peseta en el tercer trimestre de 1977, pero el comportamiento posterior, que prosigue con gran intensidad en los primeros meses de 1979, hace que sea sumamente difícil el encontrar una explicación para tan extraño fenómeno. El desconfiar de los datos utilizados, o del tratamiento que aquí se les ha dado, parece inevitable en estas circunstancias.

A nivel desagregado destaca, prescindiendo de nuevo del grupo poco significativo de productos energéticos, el grupo de **alimentos** como el único que registró una caída real en el año. Esta caída, que se centró en el segundo semestre, fue especialmente importante en renglones tan significativos como el aceite de oliva, conservas vegetales, vinos, uvas y pasas, arroz y legumbres y tubérculos alimenticios.

Los **productos sin elaborar e intermedios** son los que desde hace varios años registran las mayores tasas de crecimiento real y son también los que en conjunto han experimentado incrementos de precios más moderados. Los cementos hidráulicos y el cinc, en los sin elaborar, y los plásticos y siderúrgicos, en los intermedios, fueron los productos que en el último año tuvieron avances más importantes.

Los grupos de **bienes de capital** y **bienes de consumo** fueron los que terminaron el año con mayor dinamismo. En el primero destacaron las ventas de neumáticos, máquinas herramientas y autocares y camiones, y en el segundo, los automóviles, que, sin contar las ventas de repuestos, alcanzaron en 1978 la cifra de 69 m.m.

Para terminar, se hará una breve consideración sobre la evolución de las exportaciones por zonas geográficas. Como puede apreciarse en el cuadro III-6, la caída en la participación de las ventas a la zona de la O.C.D.E. conti-

CUADRO III-6

Exportaciones por zonas geográficas

	1978 Valor en m.m.	Tasas de crecimiento			Composición porcentual			
		76/75	77/76	78/76	1973	1976	1977	1978
O.C.D.E.	664,7	35,6	28,7	27,8	74,2	69,3	67,1	66,4
Estados Unidos	92,7	28,7	27,7	21,8	13,8	10,2	9,8	9,3
Japón	15,2	78,8	-4,3	70,8	1,4	1,6	1,1	1,5
CEE	463,7	37,4	32,6	29,2	47,8	46,4	46,3	46,3
Reino Unido	64,6	25,9	15,8	31,8	8,0	7,2	6,3	6,4
Francia	166,4	40,5	45,9	34,6	12,8	14,5	15,9	16,6
Alemania	106,7	35,2	28,5	30,1	11,8	10,9	10,6	10,7
Italia	49,8	61,6	61,5	26,4	5,3	4,2	5,1	5,0
Países Socialistas (a)	39,8	34,7	-1,1	14,0	3,1	6,0	4,5	4,0
OPEP	128,9	18,5	63,3	38,4	6,4	9,8	12,0	12,9
Resto de América	59,6	22,2	50,6	26,0	6,8	5,4	6,1	6,0
Resto de Africa	65,5	35,6	51,0	27,9	5,3	5,8	6,6	6,5
Resto del mundo	42,9	15,0	33,9	49,0	4,2	3,7	3,7	4,3

FUENTE: Dirección General de Aduanas

(a) Comprende los países del COMECON y Cuba, China y Vietnam.

nuó durante el año 1978, debido, fundamentalmente, al nuevo retroceso de las exportaciones a los Estados Unidos. Las compras de productos españoles de los países de la Comunidad Económica Europea se han mantenido a niveles equivalentes a los de los años anteriores a la crisis energética, mientras que las ventas a los países de la OPEP, aunque siguen avanzando año tras año, no han alcanzado aún los niveles que sería de esperar. Algo parecido ocurre con la zona llamada «resto de América», ya que las exportaciones con ese destino se encuentran a un nivel similar a las del «resto de África».

1.2. Las balanzas de Servicios y transferencias

Ya se indicó en páginas anteriores la fuerte mejora del saldo de la **balanza de servicios** en 1978. Como puede apreciarse en los cuadros III-1 y III-2 todos los epígrafes de la columna de ingresos mostraron para el conjunto del año un especial dinamismo, mientras que por el lado de los pagos sólo destacaron las tasas de crecimiento alcanzadas por las rentas de inversión y otros servicios.

El renglón de **fletes, seguros y otros gastos de transporte** registró en términos absolutos una mejora valorada en 268 millones de dólares. Esta estimación debe de considerarse con suma cautela debido a las muchas dificultades que todos los años plantea su cálculo, siendo en este epígrafe donde suelen encontrarse las diferencias más importantes que se producen entre las cifras estimadas y definitivas.

El buen comportamiento de la balanza de servicios en 1978 se centró, lógicamente, en el epígrafe de **turismo y viaje**, cuyo saldo neto se incrementó en 1.435 millones de dólares con respecto al año 1977.

Como ya se indicó en el informe del año pasado, la contabilización de los ingresos de turismo del registro de caja, que es la fuente que se utiliza para elaborar la balanza de pagos en base a transacciones, puede verse afectada en su evolución por movimientos de adelanto o retraso en los ingresos y en los pagos que desvirtúan la comparación de estas cifras con las del número de turistas, imponiendo movimientos en uno u otro sentido al gasto medio por turista, cuya relevancia queda así bastante comprometida. Ya se dijo, páginas atrás, que para el conjunto del año 1978 no parecen que hayan sido importantes los movimientos de «leads» y «lags» que afectan a la balanza por cuenta corriente. Si esta hipótesis, cuya contrastación es difícil por las dificultades que entraña su cuantificación, se mantiene también para los

ingresos por turismo, resulta una caída en el gasto medio por turista, tanto si se mide en pesetas como si se mide en dólares. Parece, por lo tanto, que esta caída no puede explicarse por el efecto, sobre las decisiones de gasto de los turistas, de la revaluación de la peseta a lo largo del año 1978.

En el apartado de pagos por turismo y viajes sí aparece una abierta contradicción entre la cifra que aparece en el registro de caja y en la balanza de pagos y su evolución real. En efecto, mientras que el número de españoles que salió al extranjero se incrementó en más del 20 %, los pagos por turismo y viajes en pesetas aumentaron en sólo un 6,7 %. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que tanto la estadística de salida de viajeros como de pagos por turismo presentan importantes problemas, de sobrevaloración los primeros y de infravaloración los segundos, que desvirtúa cualquier comparación realizada con los mismos.

Fue en el apartado de **rentas de inversión** donde se alcanzaron las mayores tasas de crecimiento interanuales, un 85,5 % para los ingresos y un 58,0 % para los pagos, ambas expresadas en dólares. El continuo aumento en el nivel de reservas desde mediados del año 1977 justifica la elevada tasa de los ingresos, con lo que, a pesar del fuerte crecimiento en los pagos derivado del elevado endeudamiento exterior, en términos de saldo el empeoramiento fue de sólo 345 millones de dólares.

La cifra neta de **transacciones gubernamentales** arrojó un valor negativo ligeramente inferior al alcanzado el año anterior y el déficit de la balanza tecnológica, **asistencia técnica y royalties** se situó a un nivel similar al del año 1977, muy por debajo del registrado en 1976.

Para terminar este breve comentario sobre la balanza de servicios sólo queda hacer referencia al fuerte dinamismo de las partidas englobadas en el epígrafe «**otros servicios**» destacando, por su importancia dentro del mismo, las referentes a comisiones y servicios relacionados con operaciones mercantiles e industriales.

La **balanza de transferencias**, por último, se unió también a la mejora experimentada por el resto de los componentes de la balanza por cuenta corriente que se han venido analizando. El incremento en los ingresos, un 20,6 % en dólares, no puede explicarse en términos del número de emigrantes españoles, y más bien hay que pensar en la evolución experimentada por sus salarios y en los incentivos que para el envío de remesas hayan encontrado en la subida generalizada de los tipos de interés españoles. El saldo de 1.452 millones de dólares ha supuesto un aumento de 300 millones con respecto a las cifras que, año tras año, se venían registrando desde 1974, habiéndose vuelto a un nivel similar al registrado en 1973.

Balanza de pagos **Detalle de la cuenta de capital**

Millones de dólares USA

	1976			1977 (a)			1978 (a)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. BALANZA POR CUENTA CORRIENTE	16.039,50	20.338,90	-4.299,40	18.825,10	21.274,60	-2.449,50	24.540,00	23.030,00	1.510,00
2. CAPITAL A LARGO PLAZO	4.267,43	2.347,05	1.920,38	5.710,13	2.491,08	3.219,05	6.726,57	4.852,70	1.873,87
A. Capital privado	3.565,46	2.215,58	1.349,88	4.143,96	2.184,13	1.959,83	5.592,02	3.322,29	2.269,73
a) Del exterior en España	3.256,13	1.422,83	1.833,30	3.478,73	1.271,09	2.207,64	4.758,28	2.001,04	2.757,24
Inversiones	964,79	574,62	390,17	926,46	309,14	617,32	1.665,38	444,67	1.220,71
Directas	419,26	199,93	219,33	374,39	76,25	298,14	708,03	91,10	616,93
De cartera	82,81	169,03	- 86,22	56,23	47,49	8,74	81,01	36,64	44,37
En inmuebles	201,06	20,00	181,06	234,08	11,16	222,92	443,08	9,12	433,96
Otras	261,66	185,66	76,00	261,76	174,24	87,52	433,26	307,81	125,45
Créditos	2.291,34	848,21	1.443,13	2.552,27	961,95	1.590,32	3.092,90	1.556,37	1.536,53
Comerciales	689,89	510,92	178,97	604,89	377,50	227,39	519,75	553,06	- 33,31
Financieros	1.512,47	316,44	1.196,03	1.726,66	498,38	1.228,28	2.493,88	938,93	1.554,95
Otros	88,98	20,85	68,13	220,72	86,07	134,65	79,27	64,38	14,89
b) De España al exterior	309,33	792,75	- 483,42	665,23	912,04	- 247,81	833,74	1.321,25	- 487,51
Inversiones	13,29	220,39	- 207,10	97,48	281,89	- 184,41	91,62	340,80	- 249,18
Directas	3,18	57,38	- 54,20	3,92	143,75	- 139,83	3,93	137,82	- 133,89
De cartera	10,08	23,41	- 13,33	18,40	20,63	- 2,23	13,90	17,94	- 4,04
En inmuebles	—	1,73	- 1,73	0,41	0,54	- 0,13	1,89	0,78	1,11
Otras	0,03	137,87	- 137,84	74,75	116,97	- 42,22	71,90	184,26	- 112,36
Créditos	296,04	572,36	- 276,32	567,75	631,15	- 63,40	742,12	980,45	- 238,33
Comerciales	288,48	486,55	- 198,07	555,72	566,66	- 10,94	735,48	922,50	- 187,02
Financieros	7,14	48,80	- 41,66	3,59	3,27	0,32	1,65	1,72	- 0,07
Otros	0,42	37,01	- 36,59	8,44	61,22	- 52,78	4,99	56,23	- 51,24
B. Capital público	701,97	131,47	570,50	1.566,17	306,95	1.259,22	1.134,55	1.530,41	- 395,86
a) Del exterior en España	682,18	50,15	632,03	1.537,31	270,21	1.267,10	1.106,69	1.312,15	- 205,46
b) De España al exterior	19,79	81,32	- 61,53	28,86	36,74	- 7,88	27,86	218,26	- 190,40
3. BALANZA BASICA (1 + 2)	20.306,93	22.685,95	-2.379,02	24.535,23	23.765,68	769,55	31.266,57	27.882,70	3.383,87
4. CAPITAL A CORTO PLAZO	121,09	84,03	37,06	373,38	91,35	282,03	207,12	201,92	5,20
5. INSTITUCIONES BANCARIAS PRIVADAS	3.467,69	2.692,51	775,18	4.905,91	4.187,41	718,50	5.115,36	5.020,91	94,45
a) Cuentas en pesetas de no residentes	76,90	0,72	76,18	139,06	6,45	132,61	30,16	190,80	- 160,64
b) Créditos interiores en divisas	3.381,09	2.691,79	689,30	4.766,85	4.145,66	621,19	5.078,90	4.830,11	248,79
c) Variación en la posición de divisas	9,70	—	9,70	—	35,30	- 35,30	6,30	—	6,30
6. DISPOSICIONES CON CARGO A LA «OIL-FACILITY»	88,11	—	88,11	—	—	—	—	69,54	- 69,54
7. VARIACIONES DE RESERVAS CENTRALES	943,60	—	943,60	—	1.145,00	-1.145,00	—	3.899,30	-3.899,30
8. DERECHOS ESPECIALES DE GIRO ASIGNADOS.	—	—	—	—	—	—	—	—	—
9. PARTIDAS NO CLASIFICADAS Y DIFERENCIAS DE VALORACION	535,07	—	535,07	—	625,08	- 625,03	475,32	—	475,32

FUENTE: Banco de España.

(a) Provisional.

2. LA BALANZA DE PAGOS POR CUENTA DE CAPITAL

También la cuenta de capital de la balanza de pagos española resultó fuertemente excedentaria en 1978, habiéndose registrado en dicho año unas entradas netas de divisas de 1.904 millones de dólares como consecuencia de las transacciones crediticias y financieras registradas entre España y el resto del mundo (1). Este valor, que puede parecer moderado si se compara con los 2.820 y 4.220 millones que se anotaron, respectivamente, en 1976 y 1977, alcanza su verdadera dimensión cuando se consideran dos hechos fundamentales: en primer lugar, que su cuantía final se vio reducida por la amortización anticipada que realizó el Tesoro, en la segunda parte de 1978, del crédito de 1.000 millones de dólares concedido dos años antes al Reino de España; en segundo lugar, que así como en períodos anteriores se habían venido registrando «déficit» importantes en la balanza por cuenta corriente que era necesario financiar, en 1978 esta situación se había invertido, dando lugar a un excedente corriente de 1.510 millones de dólares. Como resultado de ello, las tenencias de oro y divisas del Banco de España registraron en este último año un aumento de 3.889 millones de dólares frente a una disminución de 944 millones en 1976 y un incremento de 1.145 en 1977.

En términos netos, la principal aportación de divisas se canalizó en 1978 a través del sector privado de la economía y, dentro del mismo, mediante operaciones a largo plazo contraídas directamente con el exterior —es decir, excluyendo las que se materializaron con la banca delegada española al amparo de la circular 9-DE— habiendo supuesto aquéllas unos ingresos de 2.270 millones de dólares. El sector público, por el contrario, fue en dicho año exportador neto de capital, originando unas salidas por operaciones con vencimiento superior a un año de 400 millones de dólares. Por su parte, la actuación de la banca delegada en los mercados internacionales supuso una aportación de divisas al interior de la economía, a través del mecanismo establecido en la circular 9-DE, de 249 millones de dólares, mientras que por el renglón correspondiente a las transacciones a corto plazo los ingresos registrados se equilibraron prácticamente con los pagos. Hay que señalar, por último, la amortización de cerca de 70 millones de dólares correspondientes a los créditos concedidos a España por el Fondo Monetario Internacional con cargo a la denominada «oil facility».

Pasando a analizar con mayor detalle el comportamiento de las principales partidas que componen estos epígrafes, el aumento que en 1978 se registró

(1) A esta cifra hay que añadir, además, una parte importante de los 475 millones de dólares que componen el epígrafe «partidas no clasificadas y diferencias de valoración», dentro del cual se recogen créditos comerciales a corto plazo no instrumentados por el mecanismo establecido en la circular 9-DE, cuya cuantificación no es posible realizar con precisión por el momento.

respecto del año anterior en las entradas netas de **capital privado a largo plazo** vino producido por el crecimiento de las inversiones extranjeras en España —que, en términos netos, duplicaron su valor de 1977— y por un mayor recurso a los préstamos financieros exteriores por parte de las empresas pertenecientes al sector privado (1). Los ingresos netos de divisas que se recibieron del exterior en 1978 por ambos conceptos fueron superiores en 930 millones de dólares a los de 1977, alcanzando un total de 2.775 millones. Por el contrario, en contraste con años anteriores, en que los créditos comerciales a largo plazo otorgados a los importadores nacionales habían registrado signos positivos de cierta cuantía, el valor de los créditos obtenidos en 1978 fue inferior en 33 millones de dólares a las amortizaciones. Por lo que respecta a los movimientos de capital privado de España hacia el resto del mundo, hay que destacar un fuerte aumento tanto en las inversiones de España en el exterior como en los créditos comerciales concedidos por los exportadores españoles, mientras que el saldo neto de los préstamos financieros fue prácticamente nulo.

Las transacciones financieras del **sector público** con el exterior dieron lugar a unas salidas netas de capital a largo plazo de 395 millones de dólares en 1978, frente a unos ingresos netos de 1.260 millones en el año anterior. De dicha cifra, casi 206 millones de dólares corresponden a que las amortizaciones de los préstamos recibidos del exterior fueron superiores a los ingresos procedentes de los mismos y algo más de 190 son préstamos netos realizados por el sector público fuera de España. Por lo que se refiere a los primeros, su evolución durante la primera mitad de 1978 fue muy distinta a la que registró en la segunda parte del año. En los seis primeros meses del mismo, el sector público recibió en forma directa del exterior una financiación neta de 624 millones de dólares, mientras que en los meses siguientes, hasta su terminación, las amortizaciones superaron a los ingresos en cerca de 830 millones de dólares. Ello fue consecuencia directa, por un lado, de la decisión de las autoridades monetarias de limitar el recurso del sector público al endeudamiento exterior, que fue sustituido por financiación interna, y, en segundo lugar, de la amortización anticipada de varios créditos en moneda extranjera, tomados en condiciones no muy favorables y que el elevado nivel de los activos exteriores de España en divisas desaconsejaba seguir manteniendo vivos.

Los préstamos y créditos en moneda extranjera concertados por las empresas españolas por **plazo inferior a un año** se vieron también muy directamente afectados en 1978 por las medidas disuasorias que se fueron esta-

(1) A efectos de elaborar la balanza de pagos en base a transacciones se consideran encuadrados dentro del sector privado la RENFE, el INI y las Autopistas, cuya financiación directamente recibida del exterior alcanzó en 1978 un valor neto de unos 282 millones de dólares en conjunto.

bleciendo, en la segunda mitad del mismo, para frenar las entradas de fondos exteriores, ya que, en una primera instancia, dichas medidas se centraron en el corto plazo. En este sentido, la financiación a menos de un año obtenida sin intermediación de la banca delegada vio su saldo neto reducido prácticamente a cero al final de 1978, después de haber registrado en la primera mitad del mismo un valor positivo cercano a los 40 millones de dólares. Del mismo modo, y ya dentro del grupo de operaciones que resumen la actuación de la **banca delegada** en los mercados internacionales, los depósitos en pesetas A, abiertos para pagos en España a nombre de no residentes, se redujeron de forma drástica tras el restablecimiento, por una orden de 21 de junio, de la prohibición de pago de intereses sobre todas las cuentas extranjeras en pesetas y de la obligatoriedad de mantener un depósito sin interés en el Banco de España por los incrementos que se registren, en los mismos, a partir de esa fecha. Así, después de haber registrado durante los cinco primeros meses del año un aumento de 71 millones de dólares, las cuentas en pesetas A disminuyeron cerca de 260 millones de dólares en los siete meses siguientes. Añadiendo a esta evolución la de las demás cuentas en pesetas de no residentes —que aumentaron ligeramente en el transcurso de 1978— resulta una caída, durante el mismo, en el total de los pasivos de la banca por este concepto de 161 millones de dólares. Por lo que respecta a los créditos en moneda extranjera concedidos a residentes por la banca española con fondos captados en los mercados internacionales —a tenor de las disposiciones establecidas en la tantas veces repetida circular 9-DE (1)—, durante la primera mitad del año pasado las amortizaciones superaron en 342 millones a los ingresos. Ello fue consecuencia tanto del fuerte endeudamiento en divisas que, durante el segundo semestre de 1977, habían realizado a corto plazo (2) las empresas españolas con la banca delegada a través de ésta vía, como de un cierto estancamiento en el recurso a la misma durante el primer semestre de 1978. En los seis últimos meses de este año, sin embargo, coincidiendo con el recrudecimiento de la tensión monetaria interna, los ingresos brutos de divisas por créditos de la 9-DE aumentaron en más de un 50 % respecto de los del primer semestre. No obstante, el fuerte peso de las amortizaciones dio lugar, para el conjunto del año, a una acentuación en la tendencia decreciente que desde 1974 venía manteniendo el saldo neto de este renglón de la balanza de pagos. De este modo, frente a unos ingresos netos de divisas que habían ido disminu-

-
- (1) La circular 9-DE del Banco de España, de 22 de enero de 1979, ha derogado la antigua circular 3-DE de 12 de julio de 1974. La nueva regulación ha ampliado las posibilidades de endeudamiento de la banca delegada en el exterior pero mantiene los mecanismos básicos de actuación de ésta en los mercados internacionales así como las modalidades de utilización interna de los fondos conseguidos en dichos mercados (véase anexo legal).
- (2) En todas las referencias al plazo que se hagan al hablar de los créditos concedidos al amparo de la circular 9-DE, se atiende al período por el que la banca delegada presta al interior. A efectos de balanza de pagos, sin embargo, el período significativo sería el de obtención y colocación de los recursos en el exterior, ya que ello daría cuenta exacta del endeudamiento a corto o largo plazo de la banca frente a no residentes, cuyo valor neto equivale a los préstamos en divisas concedidos por aquellas al interior.

yendo desde cerca de 1.000 millones de dólares en 1974 a 620 millones de 1977, en el pasado año las entradas netas de divisas derivadas de la concesión por la banca delegada de préstamos interiores en moneda extranjera fueron ligeramente inferiores a 250 millones de dólares. De esta cantidad, algo más de 200 millones de dólares correspondieron a financiación neta de exportaciones e importaciones —158 y 51 millones de dólares, respectivamente— y el resto —es decir 39 millones— a préstamos financieros netos. En lo que se refiere al plazo de todas estas operaciones, prácticamente la totalidad de las comerciales fueron concertadas a corto plazo. De los préstamos financieros, los de vencimiento inferior a un año dieron lugar a unos pagos netos de divisas de 543 millones de dólares en 1978, habiendo influido con gran intensidad en este resultado la evolución del segundo semestre (1). Por el contrario, los ingresos brutos de divisas derivados de préstamos financieros a largo plazo se incrementaron con fuerza en la segunda mitad de 1978, dando lugar, para el conjunto del año, a unas entradas netas de moneda extranjera de 582 millones de dólares. Fenómeno que parece apuntar hacia la existencia de un desplazamiento de la demanda de crédito hacia vencimientos más largos a medida que se endurecían las condiciones de obtención de los de plazo inferior.

La política monetaria llevada a cabo por las autoridades españolas en 1978 ejerció, según ha podido verse en todo el análisis anterior, una gran influencia en el comportamiento de la balanza de pagos por cuenta de capital. Enfrentada la economía a una situación de escasez de recursos financieros en el interior y eliminadas o reducidas las previsiones sobre una eventual depreciación de la peseta, a medida que avanzaba dicho año fue produciéndose una creciente apelación a los mercados monetarios internacionales, donde las condiciones de plazo y tipo de interés eran más favorables debido a una situación de abundancia de liquidez. La suma de unas fuertes entradas netas de divisas por este motivo con un superávit considerable por cuenta corriente produjo en la economía española una acumulación de reservas exteriores que creó graves problemas al control monetario interno, a la vez que, como se describirá en el próximo apartado, propiciaba la apreciación del tipo de cambio de la peseta. Con el fin de aliviar estos problemas, las autoridades fueron endureciendo las condiciones requeridas para la toma de préstamos en moneda extranjera, especialmente a corto plazo, al tiempo que se reducía de forma significativa el endeudamiento neto del sector público. A pesar de todo ello, las reservas de divisas se elevaron con gran intensidad durante 1978, alcanzando al final del mismo un valor de 10.015 millones de dólares, incluyendo la posición en divisas de la banca delegada.

(1) Hay que destacar, en este sentido, que los préstamos financieros son los únicos que están sometidos a autorización por la circular 9-DE.

La persistencia de esta situación durante los primeros meses de 1979 desembocó en las medidas establecidas a finales de abril —ya examinadas en el capítulo anterior—, con un decidido propósito de frenar el recurso de la economía a la financiación externa y su sustitución por financiación interna.

3. LA EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO DE LA PESETA

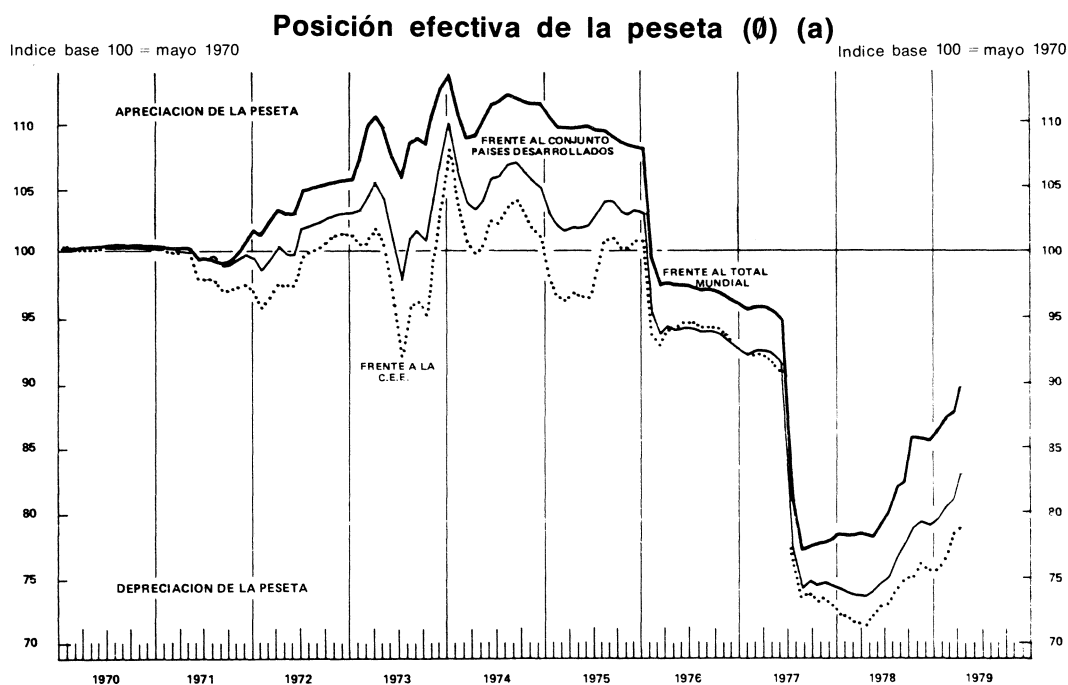
Los fuertes excedentes que se registraron en las cuentas exteriores de España durante 1978 y el primer trimestre de 1979 ejercieron una gran presión alcista sobre el tipo de cambio de la peseta. Como ya se ha indicado en los epígrafes precedentes, el mantenimiento de unas condiciones monetarias internas de signo restrictivo a lo largo de la mayor parte de dicho período, unido a una situación de fuerte liquidez en los mercados financieros internacionales, crearon un estímulo favorable de endeudamiento exterior por parte de la economía española. Este fuerte recurso al crédito exterior basado no sólo en consideraciones respecto a los diferenciales entre los tipos de interés internos y externos, sino también en función de los plazos de obtención de crédito y de la propia disponibilidad del mismo en el interior, en conjunción con un comportamiento excedentario de la balanza por cuenta corriente, dio un extraordinario vigor a la demanda de pesetas; fenómeno que no era sino continuación, con sus propios matices, del iniciado en 1977 desde el mismo momento de la devaluación de julio.

En una primera etapa, la política de las autoridades españolas se mostró más preocupada por impedir el empeoramiento que podría derivarse en la competitividad exterior de la peseta de una apreciación excesiva de su tipo de cambio. La fundamentación de esta postura se encontraba en el déficit latente de la balanza de pagos de España por cuenta corriente y en la mayor inflación relativa de su economía. En consecuencia, su actuación se centró, fundamentalmente, en llevar a cabo una labor de intervención en el mercado que permitiese mantener estabilizada la posición media efectiva de la peseta frente al mundo. Dada la magnitud de la oferta de moneda extranjera, el Banco de España hubo de comprar, desde el mismo momento de la devaluación de la peseta, fuertes sumas de dólares que contribuyeron a elevar la cifra de las reservas exteriores españolas, al tiempo que introducían serias perturbaciones en el manejo de la política monetaria interna.

Esta posición de las autoridades españolas sobre el tipo de cambio de la peseta se mantuvo durante los primeros meses de 1978 y, más concretamente, hasta comienzos de mayo. En efecto, a lo largo del primer cuatri-

mestre de 1978, el tipo de cambio medio efectivo de dicha moneda frente al total mundial se mantuvo prácticamente estabilizado a los niveles de finales de 1977 (véase gráfico III-2 y cuadro III-8).

GRAFICO III-2



(a) Media geométrica ponderada por el comercio exterior de 1974 de las variaciones de la cotización al contado de la peseta respecto de las monedas de los países correspondientes a cada índice.

Ello fue resultado de una apreciación de la cotización al contado de la peseta frente al dólar inferior a las que venían registrando, en ese momento, las monedas europeas más fuertes y el yen japonés, en relación a las cuales la peseta perdió posiciones en cantidades variables. Frente al yen japonés, por ejemplo, que fue la moneda más fuerte del período, la depreciación de la peseta entre la última semana de 1977 y la primera de mayo de 1978 fue del 6 %, mientras que respecto del franco suizo su caída fue del 4 %, habiendo registrado también una pérdida de valor, en promedio, frente a las monedas del Mercado Común del 0,5 %.

Sin embargo, a medida que avanzaba el primer semestre de 1978 se iba haciendo más evidente la necesidad de un cambio de acento en la óptica cambiaria de las autoridades. Por una parte, tanto las importaciones de capital privado como las del sector público venían manteniendo un tono ele-

CUADRO III-8

Cotización al contado de la peseta frente a las principales monedas (0)

MONEDAS (pesetas por unidad extranjera):	Semana del 12-15 de jul. 1977	Ultima semana de dic. 1977	Semana del 1 al 5 de mayo 1978	Ultima semana de dic. 1978	Ultima semana de mar. 1979	Variaciones porcentuales (a)					
						Jul. 77- dic. 77	Dic. 77- may. 78	May. 78- dic. 78	Dic. 78- mar. 79	Dic. 77- mar. 79	Jul. 77- mar. 79
Dólar USA	86,813	81,066	80,946	70,199	68,690	7,1	0,1	15,3	2,2	18,0	26,4
Yen Japonés	32,813	33,767	35,924	36,174	33,040	- 2,8	-6,0	-0,7	9,5	2,2	- 0,7
Franco Suizo	35,956	40,006	41,466	43,224	40,713	-10,1	-3,5	-4,1	6,2	-1,7	-11,7
Marco Alemán	37,993	38,298	39,031	38,500	36,851	- 0,8	-1,9	1,4	4,5	3,9	3,1
Franco Belga	243,891	245,434	250,734	243,304	233,069	- 0,6	-2,1	3,1	4,4	5,3	4,6
Florín Holandés	35,447	35,355	36,521	35,515	33,588	0,3	-3,2	2,8	5,7	5,5	5,5
Franco Francés	17,857	17,163	17,543	16,758	16,011	4,0	-2,2	4,7	4,7	7,2	11,5
Libra Esterlina	149,320	153,672	147,977	142,841	141,082	- 2,8	3,8	3,6	1,2	8,9	5,8
Lira Italiana	9,836	9,277	9,333	8,461	8,095	6,0	-0,6	10,3	4,5	14,6	21,5
INDICE DE LA POSICION EFECTIVA (100 = 1970):											
Frente al mundo	75,066	78,236	77,915	85,438	88,140	4,2	-0,4	9,7	3,2	12,7	17,4
Frente a los países desarrollados	72,040	73,999	73,467	78,425	81,320	2,7	-0,7	6,7	3,7	9,9	12,9
Frente a la C.E.E.	71,350	72,152	71,449	74,318	77,128	1,1	-0,1	4,0	3,8	6,9	8,1

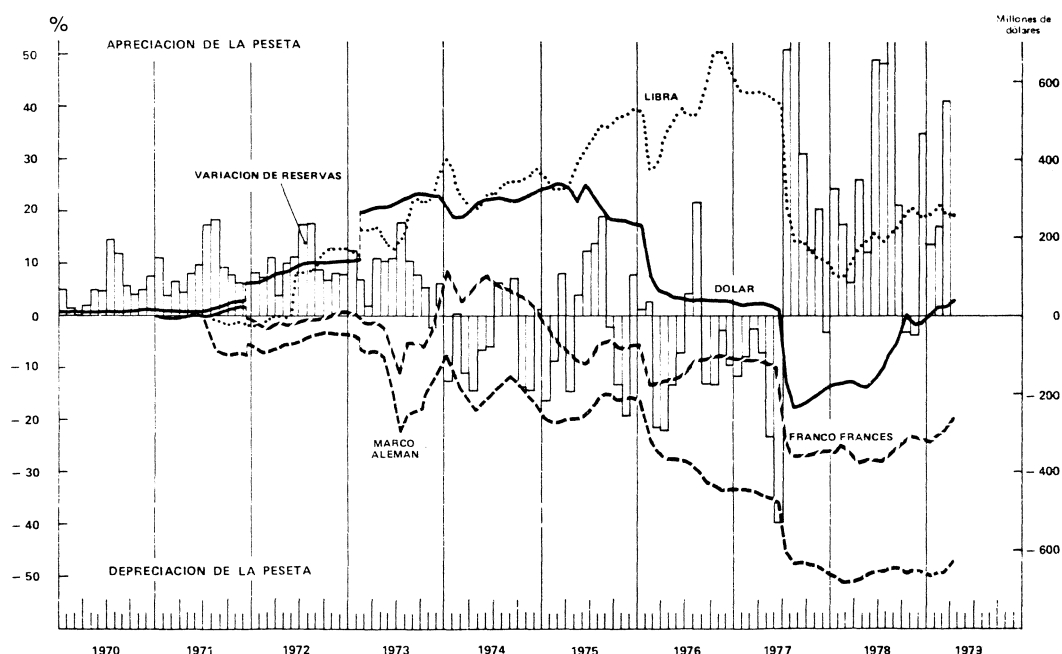
FUENTE: Banco de España.

(a) Apreciación (+) depreciación (-) de la ptas. frente a cada moneda entre las fechas correspondientes a los meses indicados.

vado, si bien estas últimas se situaban por debajo de las registradas en 1977. Asimismo, las previsiones sobre la evolución de la balanza de pagos por cuenta corriente para 1978 hacían presumir un incremento de la presión compradora de pesetas por este concepto, que se haría más intensa en los meses centrales del mismo como consecuencia del aumento de los ingresos de divisas por turismo. Si a estos factores se sumaban la progresiva debilidad del dólar en los mercados y la fuerte tensión monetaria interna que se había iniciado en la primavera con la recuperación de la demanda de crédito, resultaba lógico suponer que el intento de estabilizar la competitividad exterior de la peseta iba a traducirse en una intervención cada vez más cuantiosa del Banco de España en el mercado, con el consiguiente incremento de las reservas de divisas y de la liquidez interna proveniente del exterior. Los problemas de instrumentación de la política monetaria que ya se habían dejado sentir en los cuatro primeros meses de 1978, en los que las reservas exteriores habían aumentado 998,4 millones de dólares, se agudizarían en adelante como consecuencia de esta preocupación por fre-

GRAFICO III-3

Cotización al contado de la peseta y variación de reservas (0) (a)



- (a) Desviación de la media de los cambios oficiales comprador y vendedor sobre las paridades vigentes en mayo de 1970. Media mensual de datos diarios. Cambios de paridad o de los tipos de cambio centrales de la peseta: noviembre de 1967: 1 \$ = 70 pesetas; diciembre de 1971: 1 \$ = 64,47 pesetas; febrero de 1973: 1 \$ = 58,02 pesetas; desde febrero de 1974, «libre flotación».

nar el alza del valor medio efectivo de la peseta. Era, pues, necesario permitir una mayor libertad de tipo de cambio de la peseta, que, consiguientemente, inició en el mes de mayo un proceso alcista que se mantendría en los primeros meses de 1979. Existía, además, un argumento adicional para contemplar con buenos ojos la apreciación de la peseta, que consistía en la colaboración que se prestaba al objetivo de frenar la subida de los precios internos. No obstante, la intensidad de la presión que ejercía el mercado sobre el tipo de cambio hubiese impulsado a éste, en muchas ocasiones, hacia unos niveles completamente irrealistas teniendo en cuenta los factores básicos de la economía española. El Banco de España, por lo tanto, hubo de seguir comprando dólares para moderar el alza de su moneda, al mismo tiempo que se fueron adoptando diversas medidas para frenar las entradas de capital extranjero, especialmente a corto plazo. El sector público redujo su recurso a la financiación externa e, incluso, en vista del alto nivel alcanzado por los activos exteriores de España a corto plazo —que sólo entre los meses de junio y agosto habían aumentado en 2.061,2 millones de dólares— el Tesoro procedió al reembolso anticipado del crédito de 1.000 millones de dólares concedido al Reino de España en 1976, operación que se realizó en tres tramos a partir de septiembre. Por lo que se refiere a la actuación de las autoridades en relación con el recurso al exterior por parte del sector privado, la orden de 21 de junio de 1978, ya comentada, volvió a establecer las limitaciones a los depósitos en pesetas de no residentes, que habían sido derogadas en 1977 después de la última devaluación de esta moneda. Más adelante, al no ceder el ritmo de las entradas de capital extranjero hacia el sector privado, se fueron endureciendo de forma progresiva las condiciones para conceder autorización a los préstamos en moneda extranjera.

A pesar de todas estas medidas, la presión sobre el mercado de la peseta continuó con gran intensidad forzando, como ya se ha dicho, la apreciación de su tipo de cambio de forma casi ininterrumpida hasta el final del primer trimestre de 1979. En este momento, la cotización de la peseta se encontraba, en relación con su valor en la primera semana de mayo de 1978, apreciada respecto a todas las monedas que se cotizan en el mercado de Madrid, registrándose los mayores porcentajes frente al dólar USA y la lira italiana, y el más pequeño respecto del franco suizo. En términos medios, el índice de la posición efectiva de la peseta se elevó, durante el mismo período, un 13 % frente al total mundial, cerca de un 11 % considerando únicamente las monedas que se cotizan en Madrid, y un 8 % en relación con las de los países del Mercado Común. La intervención que durante dicho período hubo de realizar el Banco de España en el mercado de cambios para suavizar el alza de la peseta fue muy intensa, resultando una elevación de 3.845,1 millones de dólares en la cifra de reservas de oro y divisas entre

los ocho últimos meses de 1978 y los tres primeros de 1979, al final de los cuales su saldo se encontraba en el nivel, sin precedentes, de 10.975,9 millones de dólares.

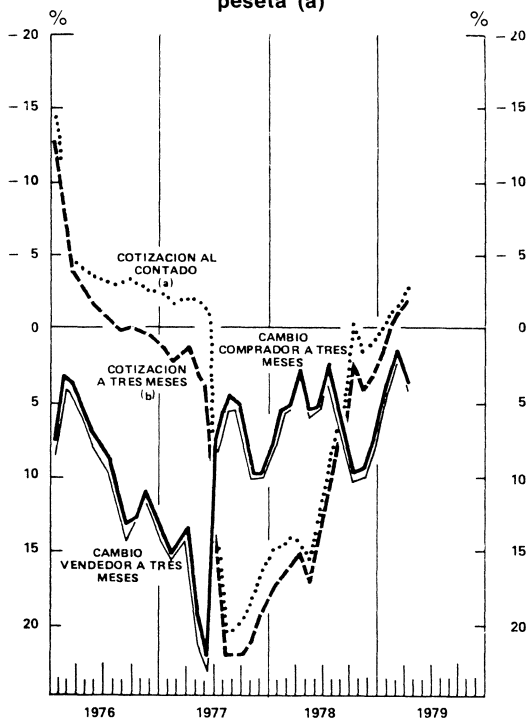
Para el conjunto del período comprendido entre los meses de enero de 1978 y marzo de 1979, la apreciación del índice de posición efectiva de la peseta se situó, así, en el 13 % frente al total mundial —porcentaje atribuible prácticamente en su totalidad al período transcurrido a partir de mayo—, en el 10 % frente a los países desarrollados y en el 6,9 % frente al Mercado Común. Considerando la relación de la peseta con cada moneda de forma individual, su cotización se apreció respecto a todas ellas con excepción del franco suizo, frente al que perdió un 17 %, siendo la mayor subida la registrada frente al dólar USA —un 18 %— y la menor la del yen —un 2,2 %—.

Si, para terminar el análisis de la evolución de mercado al contado, las comparaciones anteriores se establecen respecto a la semana del 12 al 15 de julio de 1977, momento en que se realizó la última devaluación de la peseta, la subida de los índices de posición efectiva de esta moneda hasta marzo de 1979 resulta ser del 17,4 % frente al total mundial, del 12,9 % frente a los países desarrollados y del 8,1 % respecto del Mercado Común. De la evolución individual con cada moneda destaca también por su amplitud la apreciación del 26,4 % frente al dólar USA, mientras que por el lado contrario, sobresa la depreciación del 12 % respecto del franco suizo y del 0,7 % frente al yen japonés, únicas monedas que mejoraron en relación a la peseta durante este período. Por su parte, el aumento que se registró entre junio de 1977 y marzo de 1979

GRAFICO III-4

Cotización a plazo de la peseta (0)

Premio (+) o descuento (-) del dólar frente a la peseta (a)



- (a) Apreciación (+) depreciación (-) del dólar frente a la peseta, tomando como base las paridades de mayo de 1970.
- (b) Apreciación (+) depreciación (-) del dólar frente a la peseta. Variación del tipo de cambio medio a tres meses respecto de la paridad al contado en mayo de 1970.

en las tenencias españolas de oro y divisas fue de 7.247,2 millones de dólares.

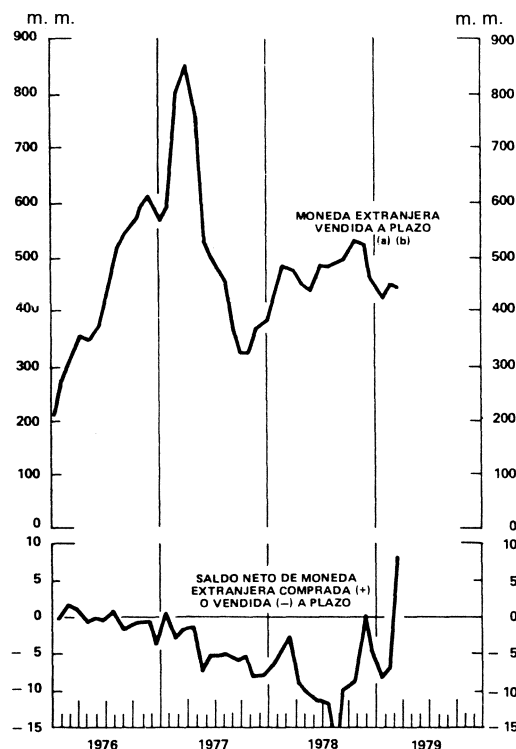
En el mercado a plazo, la cotización de la peseta se fue apreciando de forma progresiva, salvo pequeños episodios, durante 1978 y el primer trimestre de 1979, continuando con el proceso de recuperación iniciado tras la devaluación de julio de 1977. El tipo de cambio medio semanal de la peseta a tres meses pasó de 83,14 ptas/\$ a finales de 1977 a 68,89 ptas/\$ en la última semana de marzo de 1979, lo que representa una apreciación del 20,7 %. Por lo que respecta a la evolución del tipo de cambio a plazo en relación con la del contado, el descuento de la peseta frente al dólar disminuyó durante los tres meses y medio iniciales de 1978 como consecuencia de una menor traslación de la presión del mercado en el tipo al contado que en el de futuros. Así, entre finales de diciembre de 1977 y la segunda semana de abril de 1978 el descuento a tres meses de la peseta pasó del 10,2 % al 2,5 %. A partir de este momento, sin embargo, el fenómeno inverso produjo una ampliación del descuento de la peseta que en la primera semana de noviembre de ese mismo año se situó por encima del 17 %, habiendo registrado también movimientos en sentido contrario durante parte de los meses centrales del año y en septiembre. En las ocho últimas semanas de 1978 y a lo largo del primer trimestre del año siguiente el descuento de la peseta volvió a disminuir de forma sostenida hasta situarse al final de marzo de 1979 en el 1,2 %.

Hay que anotar, finalmente, un ligero aumento en las operaciones a plazo realizadas por la banca durante los diez primeros meses de 1978; crecimiento que fue, por otra parte, muy inferior al que se había

GRAFICO III-5

Banca: Posición a plazo en moneda extranjera (a)

Saldos a fin de mes



- (a) Las compras y ventas de moneda extranjera a plazo equivalen respectivamente a ventas y compras de pesetas a plazo.
- (b) No se representa «Moneda extranjera comprada a plazo», por coincidir prácticamente, dada la escala del gráfico, con esta curva.

registrado durante 1976 y los meses de 1977 anteriores a la entrada en vigor de la circular 7 D.E. de 24 de abril de ese año. Entre noviembre de 1978 y enero de 1979 la actividad de la banca en el mercado a plazo volvió a disminuir hasta alcanzar sus compras y ventas a plazos las cotas más bajas de todo el período objeto de análisis. En este fenómeno ha tenido que ejercer gran influencia la sostenida evolución del tipo de cambio de la peseta, que ha ido afianzando las posiciones al alza de los operadores, favoreciendo el recurso a la cobertura a plazo por parte de los exportadores (1) y desanimando a los importadores. El bajo tono que las importaciones vienen manteniendo ha tenido que tener también su influencia en esta debilitación del mercado a futuros. Con el fin de flexibilizar los requisitos impuestos por la circular 7 D.E. para operar en el mercado español a término, el Banco de España estableció, en el comienzo de 1979, una nueva regulación del mismo por medio de la circular 10 D.E. de 22 de enero. En ella, aún cuando el esquema de funcionamiento del mercado permanece básicamente el mismo, las condiciones exigidas para la contratación a futuros se hacen menos estrictas, a la vez que se procede a ampliar el plazo posible de cobertura de las operaciones de 6 a 12 meses. Es de esperar que ello contribuya en los próximos meses a una revitalización del mercado a plazo de la peseta, que en los meses de febrero y marzo registró una mayor actividad según se deduce de la cifra de compras y ventas realizadas por la banca.

(1) Hasta el momento, prácticamente la totalidad de las operaciones de compra de divisas a plazo contra pesetas, que la banca delegada realiza con su clientela residente, son derivados de ingresos por exportaciones de mercancías.

CAPITULO IV

EL SECTOR PUBLICO

Este capítulo, igual que en años anteriores, presenta un análisis heterogéneo del sector público, determinado por las disponibilidades y el distinto grado de cobertura de la información estadística disponible. En el primer epígrafe se examina la actividad de las Administraciones Públicas, en base a cifras metodológicamente coherentes con las que publica el INE en su Contabilidad Nacional de España. Los datos recogidos responden a una estimación conjunta de la Subsecretaría del Tesoro y Gasto Público del Ministerio de Hacienda y del Servicio de Estudios del Banco de España, al no haber publicado el INE, ni siquiera con carácter de avance, datos para 1977 y 1978. Esta estimación responde mucho más a la voluntad de integrar el Sector Público en el marco de funcionamiento de la economía que brinda la Contabilidad Nacional que a las posibilidades reales que el aparato estadístico otorga para realizar una estimación absolutamente fiable de las magnitudes del sector. Los datos que se presentan tienen el carácter de una estimación y no deben entenderse como oficiales.

El problema de fiabilidad derivado de las dificultades de transformar los datos de caja en agregados de Contabilidad Nacional aconseja analizar la actividad económica y financiera del Estado en base a las operaciones de caja, de lo que se ocupa el epígrafe 2, considerando una periodificación semestral. Por el contrario, la obtención de datos, con una cobertura periódica casi completa, de la Seguridad Social, dado que hay una relación más estable y directa entre los datos proporcionados por esta institución y las cifras de Contabilidad Nacional, ha permitido presentar, en el epígrafe 3, el análisis de la actividad de la Seguridad Social en términos de Contabilidad Nacional, aun cuando las cifras tampoco tengan carácter oficial. El epígrafe 4 refleja la ejecución presupuestaria de otros componentes del sector público español; en el epígrafe 5, se analizan los presupuestos iniciales del sector público para 1979, a pesar de que el retraso en la entrada en vigor de esos presupuestos comportará consecuencias difíciles de evaluar en estos momentos.

1. LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS

Las autoridades tenían como objetivos prioritarios en 1978 la lucha contra la inflación y un cierto apoyo a la inversión. En base a estos objetivos trataron de diseñar los presupuestos de las Administraciones Públicas para dicho año, aunque las restricciones impuestas por la presión sobre algunos gas-

tos limitaban sus pretensiones. Como contribución a la política antiinflacionista, las autoridades trataban de contener el déficit no financiero de las Administraciones Públicas, de modo que su financiación fuese compatible con la política de control monetario que se pensaba llevar a cabo y con el intento de atenuar las presiones que sobre los costes empresariales podía ejercer el sistema fiscal.

CUADRO IV-1

Administraciones Públicas: ingresos y gastos no financieros

m. m. y porcentajes

	Importe			Porcentaje sobre el PIB			Tasa crecimiento	
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	77/76	78/77
1. INGRESOS CORRIENTES	1.733,3	2.301,8	2.889,2	24,8	26,1	26,5	32,8	25,5
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	320,9	418,5	601,1	4,6	4,7	5,5	30,4	43,6
Sobre familias	160,1	224,7	377,5	2,3	2,5	3,5	40,3	68,0
Sobre empresas	160,8	193,8	223,6	2,3	2,2	2,1	20,5	15,4
Impuestos sobre la producción e importación	519,6	652,6	742,4	7,4	7,4	6,8	25,6	13,8
Cotizaciones sociales (a)	769,3	1.055,5	1.338,4	11,0	12,0	12,3	37,2	26,8
Otros ingresos corrientes (b)	123,5(c)	175,2	207,3	3,0	2,0	1,9	—	18,3
2. GASTOS CORRIENTES	1.550,8	2.097,7	2.814,0	22,2	23,8	25,8	35,3	34,1
Consumo público (b)	943,4	970,2	1.287,9	10,6	11,0	11,8	30,5	32,7
Personal	—	944,6	941,8	—	8,4	8,6	—	26,5
Compras de bienes	—	195,1	310,0	—	2,2	2,8	—	38,9
Transferencias	807,4	1.127,5	1.530,1	11,5	12,8	14,0	39,6	35,7
Prestaciones sociales (a)	630,9	851,9	1.194,0	9,0	9,6	10,9	35,0	40,2
Pensiones	264,1	393,8	610,1	3,8	4,5	5,6	49,1	54,9
Desempleo	35,0	77,0	133,0	0,5	0,9	1,2	120,0	72,7
Otras (a)	331,8	381,1	450,6	4,7	4,3	4,1	14,9	18,2
Subvenciones de explotación	176,5	233,1	269,2	2,5	2,6	2,5	32,1	15,5
Rentas de la propiedad pagadas	—(c)	42,5	66,3	—	0,5	0,6	—	—
3. AHORRO (1 - 2)	182,5	204,1	75,4	2,6	2,3	0,7	—	—
4. Ingresos de capital	29,2	35,7	43,5	0,4	0,5	0,4	22,3	21,8
5. Gastos de capital	268,9	348,9	429,4	3,8	4,0	3,9	29,8	23,1
Formación bruta de capital fijo	197,8	238,6	285,7	2,8	2,8	2,6	20,5	19,7
Transferencias de capital	71,0	110,3	143,7	1,0	1,2	1,3	30,3	24,8
6. Superávit (+) o déficit (-) no financiero (3 + 4 - 5)	-57,1	-109,1	-310,7	—	—	—	—	—

FUENTE: Estimación Banco de España.

- (a) Se incluyen, junto a las efectivas, las llamadas ficticias, que no corresponden a ingresos activos, sino son sólo contrapartida de prestaciones sociales reales otorgadas directamente por las Administraciones Públicas (pensiones a clases pasivas).
- (b) Incluye rentas de la propiedad percibidas, transferencias corrientes netas y excedente de explotación, que figura igualmente como componente del consumo público.
- (c) Figuran por el neto en ingresos.

Para mantener el déficit previsto se intentaba contener el ritmo de crecimiento de ciertos gastos públicos. Así, se decidió mantener al nivel del año anterior las transferencias corrientes (las únicas que crecían sustancial-

mente eran las destinadas a la Seguridad Social, con objeto de hacer frente a las mayores prestaciones por desempleo que la política seguida hacía obligadas); y en los gastos de consumo, se intentaba reducir el ritmo de crecimiento de los gastos de personal, acordando menores incrementos de salarios. Pero aun así, el ritmo de incremento de los gastos corrientes dejaba poco margen para el crecimiento de la inversión, pese a que la elevación de esta última era un objetivo prioritario declarado.

La instrumentación del objetivo de atenuar la presión sobre los costes se llevaría a cabo fundamentalmente mediante una reducción en el crecimiento de las cotizaciones, que solo aumentarían un 18 %, manteniéndose una suave presión fiscal sobre los beneficios de las sociedades; al tiempo, se intensificaba la presión fiscal sobre las rentas de las familias, a través del establecimiento de un impuesto transitorio sobre las rentas de trabajo personal medias y altas y de una vigorización del impuesto sobre la renta de las personas físicas.

Con ello, se producía un efecto redistribuidor a favor de las rentas de las empresas, que se consideraba necesario para estimular la inversión privada y la creación de puestos de trabajo, y en contra de las rentas de trabajo, básicamente de las medias y altas. Por lo que se refiere a las rentas de trabajo pasivas —pensiones—, éstas, al registrar aumentos por encima de las de los activos, no se vieron discriminadas; únicamente parte de los desempleados, que no gozaban de la cobertura del seguro o que veían terminar su subsidio, no mejoraban su situación.

En la práctica, la ejecución de las directrices presupuestarias no se cumplió con precisión. Así, —véase cuadro IV-1— el déficit no financiero de las Administraciones Públicas alcanzó los 310 m. m. (2,8 % del PIB) frente a 109 m. m. en 1977. Tan elevado déficit hubo de ser cubierto, en parte, con préstamos exteriores y con cargo a la tesorería de la Seguridad Social y, para no comprometer los objetivos monetarios, apelando a la emisión de Deuda.

Las principales rúbricas de ingresos aumentaron alrededor del 25,5 %, unos dos puntos por encima del PIB nominal. Esto supone un nuevo, aunque moderado, aumento de la presión fiscal, que, sin embargo, se concentró en los impuestos sobre la renta y el patrimonio. Al analizar los ingresos estatales aisladamente se comprueba que el incremento de la presión fiscal por el lado de la imposición del Estado aumentó en un 0,5 %.

Los impuestos sobre la producción e importación tuvieron un comportamiento muy moderado. Como resultado de las rebajas arancelarias, la re-

Administraciones Públicas: consumo e inversión (a)

m. m. y porcentajes

	Consumo				Inversión		
	Importe		Tasas de crecimiento		Importe		Tasas de crecimiento
	1978	1977	78/77		1978	1977	78/77
Estado	675,8(b)	516,7	30,8	Estado (c)	241,0	198,4	21,5
Personal	555,8	429,4	29,4	Inversión real	100,0	90,9	10,0
Compras	120,0	87,3	37,5	Transferencias de capital (d)	141,0	107,6	31,0
Organismos Autónomos Administrativos	90,0	50,9	76,8	Organismos Autónomos Administrativos	72,5	52,9	37,1
Personal	52,0	41,7	24,7	Inversión real	70,0	50,2	39,5
Compras	38,0	13,2	187,8	Transferencias de capital (d)	2,5	2,7	—
Corporaciones Locales ..	118,0	97,4	21,1	Corporaciones Locales ..	73,0	69,7	4,7
Personal	103,0	87,7	17,4	Inversión real	73,0	69,7	—
Compras	15,0	9,7	54,6	Transferencias de capital (d)	—	—	—
Seguridad Social	368,0	270,7	38,9	Seguridad Social	42,9	28,4	51,1
Personal	231,0	185,8	24,3	Inversión real	42,7	28,4	50,3
Compras	137,0	84,9	61,4	Transferencias de capital (d)	0,2	—	—
TOTAL	1.287,9(b)	970,2	32,7	TOTAL	429,4	348,9	23,1
Personal	941,8	744,6	26,5	Inversión real	288,7	238,6	19,7
Compras	310,0	195,1	58,9	Transferencias de capital (d)	143,7	110,3	30,3
Excedente bruto de explotación (e)	36,1	30,5	18,1				

FUENTE: Estimación Banco de España.

- (a) Incluye inversiones con cargo al Fondo de Acción Coyuntural, asignadas al agente que realizó las inversiones.
- (b) Incluye, en 1978, 29.800 millones de A.I.S.S. y Secretaría General del Movimiento, que no se consideró en 1977. De ellos, 22.500 millones corresponden a gastos de personal y 7.300 a compras de bienes y servicios.
- (c) Incluye, en 1978, 5.000 millones de inversión militar en inversión real. Los restantes 31.879 figuran en compras de bienes y servicios y 1.342 millones en transferencias de capital (los 1.000 millones restantes figuran en compras).
- (d) Las transferencias de capital recogen únicamente las dirigidas a empresas públicas, destinadas a financiar la inversión de éstas, que, según los criterios de la Contabilidad Nacional, es inversión derivada. Lo que figura como inversión pública en la C.N., es la formación bruta de capital fijo. Las cifras contenidas en el cuadro excluyen, pues, las transferencias internas entre los componentes de las Administraciones Públicas.
- (e) El excedente bruto de explotación se presenta sin desagregar por componentes. Por tanto, a las cifras de consumo público de cada uno de los componentes debe incorporarse el excedente bruto de explotación respectivo.

nuncia a ciertos ingresos de los monopolios (tabacos y petróleos) —para no ejercitar presiones alcistas sobre los precios—, el bajo ritmo de actividad y la atenuación de la presión inspectora, la recaudación aumentó al ritmo del 15 %, cinco puntos por debajo de la del año anterior y ocho puntos menos que el PIB. En cambio, el crecimiento de los impuestos sobre la renta de las familias se centró en las rentas de trabajo y, especialmente, en las medias y altas, aun cuando el mantenimiento de los mínimos exentos implicó también a las rentas del trabajo bajas. Como la mayor detracción de rentas

por vía impositiva fue compensada por los aumentos de pensiones, el efecto de la política fiscal sobre la renta disponible no fue negativo.

Las cotizaciones sociales crecieron un 26,8 %, muy por encima del 18 % acordado en los Pactos de la Moncloa. A los errores de estimación inicial se sumaron la regularización fiscal de sociedades, que hizo aflorar nuevas bases de cotización, y las normas de política salarial, que implicaron ciertos cambios de cotización.

Por lo que respecta a los gastos, mientras las prestaciones sociales aumentaban en un 40 %, las subvenciones lo hacían nada más que en un 15,5 %. Los gastos de consumo aumentaban a ritmo más rápido que los de inversión (32,7 % frente al 19,7 %), no cumpliéndose el objetivo de las autoridades de frenar el gasto de consumo y alentar el de inversión.

El crecimiento de los gastos de consumo —véase cuadro IV-2— se vio impulsado por el fuerte aumento en las compras de bienes, ya que los gastos de personal no crecieron muy por encima de lo previsto (1). Las compras se elevaron fuertemente en todos los componentes; resalta, pese a su bajo nivel absoluto, el crecimiento de las compras de los organismos autónomos administrativos; en cuanto al Estado, fueron las compras de material militar las que explican básicamente al aumento; en la Seguridad Social, fue el aumento de los costes hospitalarios el causante principal del incremento.

Los gastos de personal crecieron un 26,5 %, o un 23,5 % si se elimina el coste del personal de la A.I.S.S. La congelación de plantillas en la Seguridad Social y las Corporaciones Locales, y el más bajo aumento del personal estatal, junto al crecimiento acordado para las retribuciones, consiguieron moderar el crecimiento de estos gastos respecto al año anterior.

Los gastos de inversión aumentaron al mismo ritmo que el PIB. Las transferencias de capital a las empresas crecieron un 30 %, pero la inversión pública (la directamente realizada por las Administraciones Públicas) lo hizo al ritmo más bajo del 20 %; mientras la Seguridad Social y los Organismos Autónomos Administrativos forzaban su ritmo inversor, el Estado, que no llegó a utilizar todas sus disponibilidades, y las Corporaciones Locales, constreñidas por sus dificultades financieras, aumentaron muy escasamente su inversión, lo que implicó, en ambos casos, un descenso de la inversión real.

(1) En 1978, el presupuesto del Estado asumió la financiación de la A.I.S.S. integración que explica unos tres puntos porcentuales en el incremento del consumo.

Tal y como se ha apuntado, los efectos de la actuación del sector público en 1978 fueron distintos de los programados. Una evaluación inexacta de las posibilidades recaudatorias, en su doble vertiente, impositiva y de seguridad social, y una subvaloración de las necesidades cubiertas por los gastos, o de las presiones que sobre ellos iban a ejercerse, condujo a un déficit mayor del programado. Puede defenderse un déficit público como conveniente en un año en que la economía registró una fuerte atonía, y, de hecho, una valoración puramente mecánica indicaría que el déficit aportó 0,8 puntos porcentuales al crecimiento de la demanda interna. Otra forma de plantear el problema consistiría, sin embargo, en afirmar que, en un período en que se ha otorgado prioridad a la lucha contra la inflación, la política de ingresos y gastos públicos debe estar sometida a los objetivos de la política monetaria; y que si estos se establecen en términos del crecimiento de la cantidad de dinero (o, a estos efectos, del crédito interno), un mayor déficit público conducirá, casi inevitablemente, a un menor flujo de financiación al sector privado —lo cual oscurece, ciertamente, la magnitud del efecto expansivo neto del déficit—. Mas importante es subrayar que si el déficit del sector público aun no es excesivo en términos del PIB en España, es bastante más elevado de lo que sugieren las presentaciones habituales y ha mostrado un preocupante crecimiento en el último período. Este rasgo cobra mayor relevancia cuando se tiene en cuenta la poco adecuada estructura de los gastos, cuya consolidación, mediante aumentos de su nivel y de los déficits correspondientes, tendería a afianzar una escasa contribución del sector público al proceso de readaptación que está requiriendo la economía española.

2. EJECUCION PRESUPUESTARIA DEL ESTADO

La actividad presupuestaria del Estado en 1978 se ha aproximado más que en años anteriores al marco establecido por el presupuesto inicial. No obstante, los ingresos recaudados y los pagos realizados en 1978 siguen presentando diferencias con las cifras contenidas en el presupuesto inicial. El presupuesto de ingresos de 1978 se elaboró a partir de los ingresos recaudados en 1977 y no, como en años precedentes, a partir del presupuesto inicial de ese año. Se eliminaron así discrepancias arrastradas de varios años cuya entidad era considerable, en particular en lo que atañía a algunas figuras impositivas. A pesar de todo, entre la recaudación y el presupuesto inicial de ingresos en 1978 existen diferencias que, si para el conjunto de los ingresos no financieros no son sustanciales, en impuestos aislados son sensiblemente mayores. Estas diferencias son producto, en buena medida, de algunas modificaciones legislativas introducidas a lo largo del año con repercusiones recaudatorias. Por lo que se refiere a los pagos presupuesta-

rios, las desviaciones entre presupuesto inicial y los pagos llevados a cabo se deben fundamentalmente a las ampliaciones de créditos durante el ejercicio, a las cuales se recurrió durante 1978, a pesar de que se pretendía, al elaborarse el presupuesto, reducirlas todo lo posible. Los ingresos no financieros del Estado (1) alcanzaron la cifra de 1.334,1 m. m. —un 2 % por debajo de lo previsto—, mientras los pagos no financieros ascendieron a 1.401,5 m. m., como consecuencia de que los créditos presupuestarios para operaciones no financieras llegaron a 1.665,1 m. m., 257 m. m. más de lo inicialmente previsto.

En lo que sigue se recoge la actividad presupuestaria del Estado en términos de las operaciones de caja, atendiendo solamente a los datos sobre la ejecución presupuestaria y haciendo caso omiso del presupuesto inicial, salvo para llamar la atención de algún rasgo de aquella.

CUADRO IV-3

Estado: operaciones no financieras (a)

m. m.

	1977			1978		
	Total	I	II	Total	I	II
SALDO DE LAS OPERACIONES NO FINANCIERAS	-54,9	-83,4	28,5	-77,4	-74,3	- 3,1
Presupuesto	-33,1	-60,8	27,7	-67,6	-58,9	- 7,8
Ingresos (b)	1.131,4	479,9	651,5	1.443,7	608,3	835,4
Pagos (c)	1.164,5	540,7	623,8	1.511,3	668,1	843,2
Secciones extrapresupuestarias	-12,5	- 6,8	- 5,7	- 6,3	- 5,0	- 1,3
Anexo	- 0,2	8,5	- 8,7	1,9	13,5	-11,6
Apéndice	-17,4	- 5,1	-12,3	- 8,7	- 5,3	- 3,4
Corporaciones locales	5,1	-10,2	15,3	0,5	-13,2	13,7
Crédito oficial: resultados	6,2	3,0	3,2	9,7	4,7	5,0
Operaciones de Tesorería	-15,5	-18,8	3,3	-13,2	-14,2	1,0
Deudores	-11,5	-13,0	1,5	-26,1	-14,1	-12,0
Acreedores	- 7,2	-15,0	7,8	18,8	6,0	12,8
Giros y remesas	3,2	9,2	- 6,0	- 5,9	- 6,1	0,2

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

- (a) La financiación de estas operaciones aparece desglosada en el cuadro IV-7. Las notas técnicas de este cuadro pueden verse en el apéndice 43.
 (b) Incluye la desgravación fiscal a la exportación. Para mayor detalle, véase cuadro IV-6.
 (c) Esta rúbrica incluye también la desgravación fiscal a la exportación.

2.1. Saldo presupuestario

Como resultado de los ingresos recaudados y de los pagos realizados (véase cuadro IV-3), el saldo de las operaciones no financieras del Estado

(1) Ingresos de los que se han restado los pagos por desgravación fiscal a la exportación.

arrojó en 1978 un déficit de 77,4 m. m. (1). Esta cifra, algo mayor que el déficit de 1977, representa aproximadamente el 0,71 % del PIB en 1978, mientras que el año anterior el porcentaje fue el 0,62 %. La incidencia expansiva del Estado en la economía puede además valorarse por el incremento de los ingresos y gastos no financieros del 27,6 % y 29,8 % respectivamente.

Como puede observarse, el déficit en el año 1978 se centra, al igual que el año anterior, en el primer semestre, como resultado no solo de la estacionalidad característica de ingresos y pagos en ese período sino también de movimientos no estacionales en los ingresos y gastos. La actividad expansiva del Estado en ese mismo semestre coincidió con un período en el que la política monetaria tuvo, a su vez, un carácter expansivo. Sin embargo, en el segundo semestre, cuando la política monetaria adoptó un comportamiento más restrictivo, la acción del Estado siguió una pauta menos expansiva, favorecida por la evolución del gasto público. En el cuadro IV-3 puede observarse también que el saldo deficitario del año, y del primer semestre, debe imputarse de un modo preeminente a las operaciones presupuestarias en sentido estricto, y, en bastante menor medida, a las operaciones de tesorería y a las secciones extrapresupuestarias.

2.2. Los gastos no financieros

Al elaborarse el presupuesto de gastos para 1978 se intentó evitar, en lo posible, recurrir a las ampliaciones de créditos durante el ejercicio, aun cuando se consideraba que no se eliminarían totalmente. Por ello, el presupuesto de gastos fijaba unos créditos iniciales que, comparados con los créditos totales del año anterior (iniciales más ampliaciones, habiendo sido estos últimos un 26 % de los créditos iniciales), aumentaban nada más un 17 %.

Lo que ha ocurrido posteriormente durante el año 1978 es que se aprobaron ampliaciones de créditos por 257 m. m. para los capítulos de gastos no financieros, cifra que supera ligeramente la correspondiente a 1977. De este modo, el crecimiento de los créditos presupuestados no financieros entre 1977 y 1978 ha sido del 38,9 %, correspondiendo un aumento del 49,1 % a las operaciones corrientes y uno del 17,3 % a las operaciones de capital. Estos últimos porcentajes destacan que durante el ejercicio no se ha alterado un rasgo del presupuesto inicial —el de favorecer los gastos corrien-

(1) Que recoge el saldo de las operaciones de presupuesto del Estado más el saldo de una serie de operaciones extrapresupuestarias (movimiento neto de las secciones extrapresupuestarias, resultados netos del Tesoro por sus operaciones con el crédito oficial y operaciones de tesorería al margen del presupuesto).

tes en detrimento de los de capital— aun cuando con las ampliaciones esa distribución ha tendido a amortiguarse.

En el cuadro IV-4 se recogen los pagos ordenados en los dos últimos años, según una clasificación económica. Como puede observarse, los pagos no financieros aumentaron un 38,9 %, porcentaje equivalente al de los créditos presupuestados. El aumento correspondiente a los pagos corrientes fue del 49,7 % (algo más elevado que el de los créditos presupuestados) y del 13,3 % el de los pagos de capital (más bajo que el de los créditos presupuestados). Dentro de los gastos corrientes el crecimiento más intenso atañe a los gastos de transferencia, explicándose fundamentalmente por el aumento en las transferencias del Estado a la Seguridad Social que contemplaba el presupuesto inicial, aunque también, durante el ejercicio, se ampliaron estos créditos en 77 m. m. (el 71 % de las ampliaciones se dedicaron a gastos corrientes) para atender, primordialmente, subvenciones a empresas públicas deficitarias.

El fuerte crecimiento de las remuneraciones de personal, 34,0 %, se explica, fundamentalmente, por el aumento sensible del número de funcionarios

CUADRO IV-4

Estado: pagos ordenados

m. m. y porcentajes

	Importe						Tasas de crecimiento		
	1977			1978			1978/1977		
	Total	I	II	Total	I	II	Total	I	II
TOTAL PAGOS ORDENADOS	1.088,3	555,3	533,0	1.573,2	718,8	854,4	44,6	29,4	60,3
Pagos no financieros	1.059,6	538,4	521,2	1.471,3	704,0	767,3	38,9	30,6	47,2
Pagos corrientes	743,5	370,4	373,1	1.113,1	529,4	583,7	49,7	42,9	56,4
Consumo público	484,1	243,1	241,0	648,5	305,6	343,0	34,0	25,7	42,3
Sueldos y salarios	421,0	211,2	209,8	567,2	266,9	300,3	34,7	26,4	43,1
Bienes y servicios	63,1	31,9	31,2	81,3	38,7	42,7	28,9	21,3	36,9
Intereses	12,5	6,9	6,4	20,2	10,4	9,8	61,6	70,5	53,1
Transferencias corrientes	246,9	121,2	125,7	444,3	213,4	230,9	80,0	76,1	83,7
Pagos de capital	316,1	168,0	148,4	358,2	174,6	183,6	13,3	3,9	23,7
Formación bruta de capital	120,5	65,0	55,5	133,5	66,4	67,1	10,8	2,2	20,9
Transferencia de capital	195,6	103,0	92,6	224,7	108,2	116,5	14,9	5,0	25,8
Pagos financieros	28,7	16,9	11,8	101,8	14,7	87,1	—	—	—
Variación de activos	10,4	6,0	4,4	10,7	0,8	0,9	—	—	—
Variación de pasivos	18,3	10,9	7,4	91,1	13,9	72,2	—	—	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

(aumento en sentido estricto e incorporación de los funcionarios de la A.I.S.S. y de la Secretaría General del Movimiento), así como por los pagos a clases pasivas, cuyos incrementos anuales han sido bastante elevados. Por su parte, el elevado crecimiento de los pagos de intereses no es más que la consecuencia del endeudamiento en el año precedente del tesoro en el exterior, a través de préstamos, y en el interior por medio de la emisión de Deuda Pública. Las compras crecieron a ritmos más altos que años anteriores, al no poderse mantener la contención artificial de dichos gastos (1).

El modesto crecimiento de los pagos ordenados para gastos de capital se distribuyó muy desigualmente en los distintos ministerios encargados de llevar a cabo las inversiones o de realizar las transferencias: destacan, sin embargo, los aumentos del 89 % del Ministerio de Industria y Energía, del 53 % del Ministerio de Educación y Ciencia y, en sentido contrario, la disminución del 24 % del Ministerio de Agricultura (2).

En el cuadro IV-4 también se reflejan los pagos ordenados de cada uno de los semestres de los últimos dos años. Cabe observar cómo en todos los renglones, sin excepción, se registró un crecimiento más intenso en el segundo que en el primer semestre de 1978, en comparación con los respectivos semestres de 1977. Este fenómeno se manifiesta comparativamente de un modo más acusado en los gastos de inversión.

Un aspecto de la ejecución presupuestaria en 1978 referente a los pagos, que tiene interés resaltar, es el bajo porcentaje alcanzado por los pagos realizados sobre los créditos presupuestados (operaciones no financieras) con relación a los porcentajes registrados en años anteriores. Tal como muestra el cuadro IV-5, la relación pagos ordenados/créditos presupuestados alcanzó el mismo valor en 1977 y 1978, mientras que la relación pagos realizados/créditos presupuestados descendió entre un año y otro casi 4 puntos porcentuales. También puede observarse cómo en 1977 y 1978 se ha registrado un retraso, con relación a 1976, tanto a nivel de pagos ordenados como a nivel de pagos realizados, y, asimismo, que el retraso de 1978 con relación a 1977 en los pagos realizados tuvo lugar en el primer semestre. Este retraso parece haber afectado a todas las categorías del gasto, pero tuvo repercusiones, sobre todo, en la compra de bienes y servicios y en los gastos de inversión.

(1) La mayor parte de las inversiones militares son clasificadas presupuestariamente como inversión aunque la C.N. las incluye como compra de bienes y servicios.

(2) La reestructuración ministerial que traspasó funciones inversoras de unos Ministerios a otros impide una comparación homogénea de algunos de los que desempeñan un papel destacado en los gastos de inversión del Estado.

Estado: ejecución presupuestaria

m. m.

	1976		1977		1978	
	30 junio	31 dic.	30 junio	31 dic.	30 junio	31 dic.
A) Créditos presupuestados no financieros ..	842,1	897,2	1.123,1	1.199,0	1.569,6	1.665,1
B) Pagos ordenados no financieros	411,6	818,3	538,4	1.059,6	704,0	1.471,3
C) Pagos realizados no financieros	381,0	807,3	486,0	1.056,9	627,1	1.401,9
Relación B/A	48,89	91,21	47,94	88,37	44,86	88,37
Relación C/A	45,24	89,97	43,27	88,14	39,95	84,19

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

2.3. Los ingresos no financieros

Los ingresos presupuestarios del Estado se incrementaron en un 24,0 % entre 1977 y 1978, si bien el incremento correspondiente a los ingresos no financieros fue del 30,3 % (1); de ellos, la suma de impuestos directos e indirectos creció en un 29,5 %, es decir por encima del 23,5 % del PIB, lo que supone un aumento de la presión fiscal de 0,5 puntos. Hay que destacar, asimismo, el fuerte crecimiento de los impuestos directos frente al más moderado de los impuestos indirectos, tal como refleja el cuadro IV-6.

El aumento del 42,1 % para el conjunto de los impuestos directos encierra crecimientos muy dispares para cada una de las figuras impositivas que engloban. El dinamismo de los impuestos directos nuevamente hay que explicarlo por el avance del I.R.T.P., aunque también en 1978 se registró un aumento muy intenso en la recaudación por el impuesto que grava la renta de las personas físicas. Sin contar el I.R.T.P., el aumento del resto de los impuestos directos ha sido del 27 %.

Junto al crecimiento de las remuneraciones de los asalariados y el aumento del tipo impositivo que implica la existencia de un mínimo exento fijo, los otros motivos que explican el 60,3 % de crecimiento del I.R.T.P. son el gravamen transitorio extraordinario sobre las rentas más altas, que ha regido durante 1978, y el mejor control de las rentas de los asalariados de ingresos elevados (entre otras razones, por la regularización fiscal de sociedades) y de los ingresos de profesionales liberales. El incremento del 91,2 % en la

(1) Deducidos los pagos por desgravación fiscal a la exportación.

recaudación por el impuesto que grava la renta de las personas físicas, a pesar de la reducción significativa de los tipos, que se dictó con carácter provisional, y que luego se ha confirmado en el nuevo impuesto, hay que

CUADRO IV-6

Estado: ingresos

m. m. y porcentajes

	Importe						Tasa de crecimiento		
	1977			1978			1978/1977		
TOTAL INGRESOS	1.135,4	510,9	624,5	1.408,2	601,9	806,3	24,0	17,8	29,1
A) Ingresos no financieros (a)	1.024,2	432,3	591,9	1.334,1	559,4	774,7	30,3	29,4	30,9
1. Impuestos directos	414,3	194,9	219,5	588,6	255,7	332,9	42,1	31,2	51,7
Riqueza rústica y pecuaria	2,1	0,5	1,6	2,1	0,5	1,6			
Riqueza urbana	16,5	2,2	14,4	19,0	1,8	17,2	15,1	-18,2	19,4
Beneficio de sociedades	104,9	47,6	57,3	116,5	46,1	70,4	11,1	-3,1	22,9
Ingresos de las personas físicas	198,9	104,4	94,5	322,3	154,7	167,6	62,0	48,2	77,3
Rendimiento trabajo personal	187,5	98,6	88,9	300,5	148,8	151,7	60,3	50,9	70,6
Rentas de las personas físicas	11,4	5,8	5,6	21,8	5,9	15,9	91,2	1,7	183,9
Licencia fiscal	10,7	1,8	8,9	12,5	2,1	10,4	16,8	16,7	16,8
Rentas de capital	60,1	30,3	29,8	80,8	40,3	40,5	34,4	33,0	35,9
Sucesiones	11,6	5,6	6,0	13,4	7,7	5,7	15,5	37,5	-5,0
Otros	9,5	4,6	6,9	22,0	2,5	19,5	131,6	3,8	182,6
2. Impuestos indirectos (a)	472,8	221,0	251,8	560,5	255,6	304,9	18,5	15,7	21,1
Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados	89,0	45,1	43,9	104,1	53,3	50,8	17,0	18,2	15,7
Tráfico de empresas	59,9	31,9	28,0	91,3	44,7	46,6	52,4	40,1	66,4
Consumo	160,1	74,5	85,6	193,5	88,9	104,6	20,9	19,3	22,2
Impuestos especiales	32,3	14,3	18,0	33,0	18,3	14,7	2,2	28,0	-18,3
Lujo	127,8	60,2	67,2	160,5	70,6	89,9	25,6	17,3	33,8
Monopolios fiscales	43,7	11,3	32,4	57,2	11,7	45,5	30,9	3,5	40,4
Tabaco	8,0	4,7	3,3	8,1	1,3	6,8	1,2	-72,3	106,1
Petróleos	35,7	6,6	29,1	49,1	10,4	38,7	37,5	57,6	33,0
Tráfico exterior	120,1	58,2	61,9	114,3	57,0	57,3	-4,8	-2,0	-7,4
Derechos de importación	76,7	36,8	39,9	66,8	33,6	33,2	-12,9	-8,7	-16,8
Compensación de gravámenes interiores	43,4	20,5	21,1	47,5	23,4	24,1	9,4	14,1	14,2
3. Otros ingresos	137,1	16,4	120,7	185,0	48,1	136,9	34,9	193,3	13,4
Tasas	57,0	12,9	44,1	65,2	27,1	38,1	14,4	125,8	-13,6
Transferencias corrientes	26,3	0,9	25,4	42,0	17,6	24,4	59,7	—	—
Ingresos patrimoniales	53,5	2,3	51,2	77,4	3,4	74,0	44,8	61,9	44,5
Enajenación de inversiones reales	0,3	0,3	—	0,4	0,1	0,3	33,3	—	—
B) Ingresos financieros	111,2	78,6	32,6	74,0	42,5	31,5	—	—	—
Variación de activos financieros	1,5	1,2	0,4	1,7	0,4	1,3	—	—	—
Variación de pasivos financieros	109,7	77,4	32,3	72,3	42,1	30,2	—	—	—
PRO MEMORIA									
Desgravación fiscal a la exportación	107,6	47,7	59,9	109,4	49,1	60,3			

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

(a) Deducidos los pagos por desgravación fiscal a la exportación.

explicarlo, en parte, por la recaudación anticipada del impuesto correspondiente a 1978 (40 % de la cuota de 1977) y por una reducción sensible de la evasión fiscal. También han experimentado un fuerte incremento los ingresos por rentas de capital, mientras la recaudación por los impuestos que gravan los beneficios de sociedades sólo se ha incrementado en un 11,1 %. Los ingresos por los impuestos relacionados con la riqueza o el patrimonio se han visto favorecidos en 1978 por los 8.600 millones recaudados por el impuesto extraordinario sobre el patrimonio; sin embargo, el resto de los impuestos ha experimentado crecimientos muy modestos (sucesiones y riqueza urbana) o no ha experimentado aumento alguno (riqueza rústica), manteniéndose todos estos impuestos en unos niveles recaudatorios muy bajos.

El crecimiento del 18,5 % de los impuestos indirectos guarda una relación bastante próxima al aumento en términos monetarios del PIB. En este apartado, como en el caso de los impuestos directos, se observan comportamientos dispares en las figuras impositivas, que, en parte, han resultado de decisiones de carácter administrativo o económico y, que, en otras, como el caso del ITE, deben obedecer a una mayor disciplina fiscal por parte de los contribuyentes. El cuadro IV-7 sobre los ingresos del Estado ilustra estas observaciones.

Entre los que han registrado un comportamiento más expansivo destaca, en primer lugar, el ITE, cuya recaudación ha crecido en un 52,4 %. Los impuestos administrados por el Monopolio de Petróleos han tenido un incremento del 37,5 %, consecuencia principal de un precio medio más alto de la gasolina en el último año. El impuesto de lujo, como resultado de la aplicación de unos tipos más altos, ha aumentado en un 25,6 %. En sentido contrario, debe resaltarse el descenso de los impuestos que gravan el tráfico exterior. Los derechos de aduanas y los impuestos de compensación de gravámenes interiores han visto influido su ritmo recaudatorio por el débil crecimiento de las importaciones, así como por la revalorización del tipo de cambio a lo largo del año y, especialmente, en el caso de los derechos de importación, por la extensa reducción de aranceles llevados a cabo en el mes de julio (Real Decreto 1780/78 de 26 de julio).

Por último, cabe resaltar el 34,9 % de aumento en el resto de los ingresos no financieros, así como los 74 m. m. de ingresos financieros obtenidos, de los que 40 m. m. corresponden a una emisión de Deuda Pública y 32,4 a préstamos recibidos del exterior.

La comparación de la evolución de los ingresos no financieros del Estado con la del P.N.B. en términos nominales pone de manifiesto que durante

1978 se ha acentuado sensiblemente la presión fiscal. En efecto, mientras que en 1977 la relación ingresos impositivos del Estado/P.N.B. fue 10,0 % en 1978 esa relación se ha elevado hasta el 10,5 %. Esta mayor presión fiscal de 0,5 puntos ha debido hacerse bastante perceptible, por cuanto el avance de los impuestos, centrado en la segunda mitad del año, ha descansado en los impuestos directos y, más particularmente, en aquellos que gravan los ingresos de las personas físicas. El recargo transitorio y extraordinario sobre el I.R.T.P. y la recaudación anticipada del impuesto sobre la renta de las personas físicas son causas fundamentales de esta evolución.

2.4. Operaciones financieras

En el cuadro IV-7 se resume la actividad financiera del Estado, cuyo saldo en cada período es la contrapartida del déficit o superávit de las operaciones no financieras en el mismo. De esa actividad hay algunos aspectos resaltantes en 1978. Nuevamente, en este año, como ya ocurrió en 1977, se

CUADRO IV-7

Estado: operaciones financieras (a)

m. m.

	1977			1978		
	Total	I	II	Total	I	II
Total financiación neta (b)	54,9	83,4	-28,5	77,4	74,3	3,1
Activos financieros (neto)	- 8,9	- 4,8	- 4,1	- 9,1	- 0,4	- 8,7
Ingresos	1,5	1,2	0,3	1,6	0,4	1,2
Pagos	- 10,4	- 6,0	- 4,4	- 10,7	- 0,8	- 9,9
Crédito oficial	-146,2	-55,8	-90,4	-144,4	-65,3	-79,1
Dotaciones	-147,1	-58,2	-88,9	-149,7	-68,4	-81,3
Otras cuentas	0,9	2,4	- 1,5	5,3	3,1	2,2
Emisiones netas (c)	110,0	49,2	60,8	155,8	67,9	87,9
Deuda del Estado	13,7	- 4,8	18,5	16,5	0,6	15,9
Emisiones	20,0	—	20,0	40,0	10,0	30,0
Amortizaciones	- 6,3	- 5,9	- 1,5	- 9,3	- 5,7	- 3,6
Cédulas para inversiones (neto)	96,3	54,0	42,3	125,1	63,6	61,5
Préstamos exteriores (neto)	77,9	72,7	5,2	- 52,2	11,3	-63,5
Caja General de Depósitos	- 7,4	- 7,5	0,1	- 1,7	- 1,4	- 0,3
Otros pasivos financieros	5,8	1,0	- 1,1	-17,9	-11,8	- 6,1
Recurso al Banco de España	67,9	67,4	0,5	136,5	64,3	72,2
Ajuste	0,5	- 1,3	0,8	—	0,3	- 0,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

(a) El signo + significa aumento de pasivos o disminución de activos. El signo - supone disminución de pasivos o aumento de activos. Para más detalles sobre este cuadro véase el apéndice 44.

(b) Contrapartida del saldo de las operaciones no financieras del cuadro IV-3.

(c) Se excluyen las emisiones de bonos del Tesoro.

hicieron emisiones de deuda pública en condiciones de mercado, hasta un importe de 40 m. m., de los que 10 m. m. fueron emitidos en el primer semestre y 30 m. m. en el segundo. Por el contrario, así como en 1977 los préstamos exteriores representaron una fuente importante de financiación, en 1978 el saldo de estos préstamos fue negativo en 52,2 m. m., lo que se debe fundamentalmente a la amortización anticipada, en el segundo semestre, del préstamo de 1.000 millones de dólares contraído en 1976 (véase capítulo III: Balanza de pagos por cuenta de capital). La situación del sector exterior, determinada por el superávit de la balanza de pagos y la desahogada posición de las reservas, justificaron este reembolso anticipado, el cual, debe recordarse, tuvo sus implicaciones en el recurso del Tesoro al Banco de España, pero no tuvo repercusiones monetarias, por cuanto el efecto restrictivo de la disminución de las reservas se compensó con el efecto expansivo del aumento del recurso del Tesoro al Banco de España. Las operaciones fundamentales relacionadas con el Crédito Oficial —dotaciones y cédulas para inversiones— arrojan en 1978 un signo deficitario, al superar las dotaciones a las cédulas emitidas (neto) en casi 25 m. m., siendo atribuible la mayor parte de esta diferencia a lo ocurrido en el segundo semestre. El recurso del Tesoro al Banco de España alcanzó en 1978 una cifra de 136,5 m. m., distribuida de modo bastante uniforme en cada uno de los semestres. Basta aquí mencionar que el impacto señalado para el conjunto del año 1978, o cada uno de sus semestres, oculta variaciones continuas y considerables de uno y otro signo a lo largo de ellos, reflejo de los muy diversos factores que influyen en los movimientos de la cuenta del Tesoro en el Banco de España.

3. EJECUCION PRESUPUESTARIA DE LA SEGURIDAD SOCIAL

Las autoridades se habían fijado para 1978 varios objetivos simultáneos para la actuación de la Seguridad Social. A fin de desacelerar las presiones sobre los costes empresariales, habían previsto un menor crecimiento de las cotizaciones, que según los Pactos de la Moncloa crecerían un dieciocho por ciento (frente al treinta y nueve por ciento del año anterior) (1); esa fuerte reducción venía compensada por un aumento en las transferencias corrientes del Estado (que pasaban de 28 m. m. a 100 m. m.). Igualmente, se intentaba reducir el crecimiento de los gastos como resultado de un mayor control, de medidas de reorganización administrativa que se pensaban adoptar y de la reducción sustancial en ciertas partidas del gasto respecto a los gastos efectivos de 1977. Con ello, se esperaba lograr prácticamente un presupuesto

(1) Téngase en cuenta que, debido a cambios de criterios en su contabilización, la Seguridad Social incluye sólo 11 meses en sus datos de 1976.

equilibrado en términos de saldo no financiero, cubriendo el ahorro prácticamente los gastos de inversión. La actuación de la Seguridad Social resultó, sin embargo, bastante distinta de lo previsto.

Así, la Seguridad Social tuvo un déficit no financiero que, según estimaciones provisionales, puede haber alcanzado los 86 m. m. Pese a que las cotizaciones crecieron alrededor del 26 %, muy por encima de lo previsto, el fuerte crecimiento de los gastos, 39 % (se preveía inicialmente un 26 %), hizo ineludible la aparición del déficit no financiero.

Para cubrir el déficit, la Seguridad Social hubo de apelar a sus recursos de tesorería que, al cerrar el año, se vieron incrementados a causa del acortamiento de los plazos de entrega de las cuotas recaudadas por las entidades bancarias. En todo caso, la Seguridad Social parece haberse planteado, cara a 1979, la consecución de los objetivos que resultaron inalcanzables en 1978.

3.1. Los ingresos

Los ingresos no financieros de la Seguridad Social, como muestra el cuadro IV-8, crecieron en 1978 un 31 % frente al 25 % previsto inicialmente. El crecimiento de las cotizaciones por encima de lo previsto (26 frente al 18 % inicial) explica el aumento, ya que las transferencias del Estado coincidieron prácticamente con las previstas.

Las cotizaciones pasaron de 969 m.m. en 1977 a 1.217 m.m. en 1978, frente a los 1.132 m.m. inicialmente previstos. Puesto que las bases tarifadas aumentaron nada más un 14 %, y el porcentaje máximo de las bases complementarias respecto a las tarifadas no varió; y, como además, el tope máximo de cotización se elevó también en un 14 %, y las variaciones de los tipos de cotización se suponía implicaban un tipo igual al del año anterior, las autoridades esperaban que el crecimiento de las cotizaciones no rebasarían el 18 % (1). Las cotizaciones mostraron ya un crecimiento cercano al 24 % en el primer semestre, que se aceleró en el segundo, hasta alcanzar la tasa del 27 %. El crecimiento más fuerte viene explicado por los efectos que los criterios de linealidad, aplicados para la distribución de los aumentos de salarios acordados en 1978 tuvieron sobre las bases de cotización, que hi-

(1) Hasta 1979, la cotización a la Seguridad Social se hacía sobre dos bases, una tarifada, que era función de la categoría profesional, y una base complementaria, que no podía rebasar un porcentaje de la base tarifada —en 1978 el 220 % de la base tarifada—. La suma de ambas bases de cotización no podía ser superior a un tope máximo de cotización que se fijaba con carácter general. A la base tarifada le correspondió, hasta 1978, un tipo de cotización, y a la base complementaria otro distinto.

Seguridad Social: ingresos y gastos

m. m. y porcentajes

	Importe						Tasas de crecimiento		
	1977			1978			1978/1977		
	Total	I	II	Total	I	II	Total	I	II
INGRESOS NO FINANCIEROS	1.029,1	467,2	561,9	1.348,4	604,0	744,4	31,0	29,3	32,5
Ingresos corrientes	1.027,0	466,2	560,8	1.348,2	603,9	744,3	31,3	29,5	32,7
Excedente neto de explotación ...	0,8	0,4	0,4	0,9	0,4	0,5	—	—	—
Rentas de la propiedad y la empresa .	5,2	3,0	3,2	4,0	1,8	2,2	-23,1	-40,0	—
Ingresos por servicios prestados (a) .	no,7	6,3	3,4	11,8	6,5	5,3	21,6	3,2	55,9
Impuestos sobre la producción e importación	5,8	2,8	3,0	6,8	3,2	3,6	17,2	14,2	2h,0
Cotizaciones sociales	969,1	436,1	533,0	1.217,0	540,0	677,0	25,6	23,8	27,0
Transferencias corrientes	36,4	17,6	18,8	107,7	52,2	55,5	—	—	—
Ingresos de capital	2,1	1,0	1,1	0,2	0,1	0,1	—	—	—
GASTOS NO FINANCIEROS	1.034,3	455,9	578,4	1.434,0	648,3	785,7	38,7	42,2	35,9
Gastos corrientes	1.004,0	443,6	560,4	1.391,3	612,0	38,6	38,0	39,1	
Consumo público	270,7	126,6	560,4	368,0	179,0	189,0	35,9	41,4	31,2
Personal	185,8	84,5	101,3	231,0	111,2	119,8	24,3	31,6	18,3
Compras de bienes (b)	84,9	42,1	42,8	137,0	67,8	69,2	61,3	61,0	61,7
Otros gastos corrientes	733,3	317,0	416,3	1.023,3	433,0	590,3	39,5	36,6	41,8
Prestaciones	725,5	313,3	412,2	1.017,6	430,3	587,3	40,3	37,3	42,5
Económicas	643,5	273,1	370,4	932,6	385,3	547,3	44,9	41,1	47,8
En especie	82,0	40,2	41,8	85,0	45,0	40,0	3,7	11,9	- 4,4
Transferencias corrientes	7,8	3,7	4,1	5,7	2,7	3,0	-27,0	-27,1	-26,9
Gastos de inversión	30,3	12,3	18,0	42,7	36,3	6,4	40,9	195,1	—
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	-5,2	11,3	-16,5	-85,7	-44,3	-41,4	—	—	—
PRO MEMORIA									
Ahorro (ingresos corrientes - gastos corrientes)	23,0	22,6	0,4	-43,2	- 8,1	-35,1	—	—	—

FUENTE: **Estimación del Banco de España**, en base a avances y datos provisionales de la Seguridad Social, según criterios metodológicos de la Contabilidad Nacional de España.

- (a) Servicios cobrados a personas atendidas no pertenecientes a la Seguridad Social.
 (b) Excluido el consumo de medicinas fuera de las instalaciones cerradas de la Seguridad Social, que figura como prestaciones en especie.

cieron crecer más la parte de la base total correspondiente a la base complementaria, cuyo tipo había pasado del 31 al 34,3 % (1). Durante el primer semestre, el mayor crecimiento vino también influido por la entrada en vigor

- (1) El reparto de la masa salarial con criterios de linealidad implicó que mientras los asalariados con rentas altas, al rebasar el tope máximo de cotización o estar muy cercano a él, verían aumentar muy poco o nada su base complementaria, los asalariados con rentas bajas vieron aumentar fuertemente su base complementaria, ya que la elevación salarial obtenida se polarizó en la base complementaria. Por ello, el reajuste de los tipos de las bases tarifadas y complementaria implicaba una elevación de las cotizaciones superior al previsto.

Seguridad Social: bases de cotización del Régimen General (a)

Pesetas/mes, pesetas/día y porcentajes

	Importe (b)					Tasa de crecimiento		
	1-I-77 (D.8-X-76) B. tarifiada	1-IV-77 (D.24-III-77) B. tarifiada	1-I-78 (D.25-I-78) B. tarifiada	1-I-79 D.19-I-79 (c)		1-IV-77 1-I-77	1-I-78 1-IV-78	1-I-79 1-I-78 B. mín/ B. tar.
				B. mín.	B. máx.			
	ptas/mes							
1. Ingenieros y Licenciados	21.180	24.510	27.840	34.080	106.970	15,72	13,59	22,50
2. Peritos y Ayudantes Titulados ..	17.550	20.310	23.070	28.230	88.200	15,72	13,69	22,50
3. Jefes de Administración y de Taller	15.270	17.670	20.070	24.570	76.790	16,31	13,58	22,50
4. Ayudantes no titulados	13.440	15.570	17.700	21.666	67.680	15,84	13,68	22,50
5. Oficiales Administrativos	12.480	14.460	16.440	26.130	62.850	15,86	13,69	22,50
6. Subalternos	11.400	13.200	15.000	19.500	57.360	15,79	13,63	22,50
7. Auxiliares Administrativos	11.400	13.200	15.000	19.500	57.360	15,79	13,63	22,50
	ptas/día							
8. Oficiales de 1. ^a y 2. ^a	408	472	536	656	2.050	15,69	13,56	22,50
9. Oficiales de 3. ^a y Especialistas ..	398	460	523	650	2.000	15,58	13,70	24,20
10. Peones	380	440	500	650	1.912	15,79	13,64	30,00
11. Aprendices de 3. ^o y 4. ^o año, y pinches de 16 y 17 años	233	270	306	398	1.171	15,88	13,33	30,00
12. Aprendices de 1. ^o y 2. ^o año, y pinches de 14 y 15 años	146	169	193	251	737	15,75	14,20	30,00

FUENTE: BOE. Diversas disposiciones.

(a) Salvo para accidentes de trabajo y desempleo.

(b) Las partidas 1 a 7 se ofrecen en pesetas/mes y las partidas 8 a 12 en pesetas/día.

(c) Suprime la distinción entre bases tarifadas y bases complementarias, creando una base única sobre salario real, pero fijando un máximo y un mínimo para cada categoría.

de un procedimiento extraordinario de moratoria, que obligó a regularizar previamente, aunque de manera parcial, los impagos existentes y por los cambios en la forma de cotizar los atrasos de convenio (1). En la aceleración del segundo semestre jugaron un papel importante el efecto de la regularización fiscal permitida a las sociedades —que afloró salarios ocultos, que hubieron de cotizarse—, el mayor ritmo en el cobro de cuotas impagadas reclamadas y la mejora en los sistemas de inspección. Pese al aumento, mayor del previsto, la desaceleración de las cotizaciones del año 1978 respecto a 1977 (pasando de un 31 % al 26 %) ayudó el objetivo de las autoridades de, sin elevar la regresividad del sistema, disminuir la presión de las

(1) Para obtener moratoria de ingreso de las cotizaciones de próximos meses, las empresas hubieron de abonar previamente las cuotas impagadas hasta entonces; se intentó paliar la práctica, usual hasta entonces, de que las empresas incorporasen las cantidades pagadas en concepto de atraso de convenios a la mensualidad ordinaria, ya que tal práctica implicaba, al ser la suma de ambos conceptos muy superior, en bastantes casos, al tope de cotización, que la mayor parte de los atrasos no cotizasen; en virtud de las normas de política salarial, también las empresas que pagaban a sus empleados un salario neto (asumiendo la empresa el I.R.T.P., y cotizaban a la Seguridad Social por ese salario neto, hubieron de cotizar por el salario bruto.

cotizaciones sobre los costes de las empresas. Aun con eso, las cotizaciones crecieron por encima del ritmo de incremento de los salarios, cuando el objetivo era que creciesen a menor ritmo que éstos.

En 1979, el objetivo de las autoridades parece continuar esa línea de actuación. Para ello, se preveía un crecimiento de las cotizaciones del orden del 15 % sobre las cuotas que se esperaba recaudar en 1978; las cuotas finalmente obtenidas convierten el crecimiento esperado en un 9 % (1). Se mantienen los tipos de cotización existentes, salvo ligeras alzas introducidas en el tipo de cotización de algunos regímenes especiales, y se introduce el gravamen de las horas extraordinarias (2). Las bases de cotización, tarifadas y complementarias, desaparecen, integradas en una base única, calculada sobre el salario real, para cada una de las nueve categorías profesionales que recogían las antiguas bases tarifadas; la base de cotización tendrá un mínimo (equivalente a la antigua base tarifada) y un máximo (que se establece en el 230 % de la base mínima). Las bases mínimas, con efectos de 1 de enero de 1979, aumentan un 22,5 aproximadamente. El tope máximo general de cotización pasa de 99.750 pesetas mensuales (incluyendo la parte alícuota correspondiente a la distribución entre los doce meses de las dos pagas extras) a 106.470, es decir, se eleva alrededor de un 7 %. Si a los efectos de estos cambios se suma el que alguno de los supuestos empleados al hacer la estimación no podrán cumplirse (3), puede aventurarse que el crecimiento de las cotizaciones será superior al inicialmente previsto, moviéndose en un entorno cercano al 20 %. Ese aumento implicaría una nueva desaceleración en el crecimiento de las cotizaciones de unos 6 puntos respecto al nivel alcanzado en 1978, en que el descenso fue de unos 5 puntos respecto al alcanzado en 1977, aun cuando, de nuevo, crecerán por encima de los salarios percibidos.

(1) Las previsiones iniciales presupuestarias para 1979 se hicieron, a mediados del verano, sobre una previsión de ingresos y gastos para 1978 estimada en esos momentos. Como los resultados efectivos en 1978 fueron muy superiores a los previstos, las tasas de crecimiento de previsiones iniciales del 79 sobre resultados efectivos del 78 resultan muy inferiores a las obtenidas en el presupuesto de la Seguridad Social para 1979.

(2) El tipo de cotización del régimen especial de empleados de hogar pasa del 10 al 12 %, con escasa incidencia en la recaudación (1,25 m. m. de aumento) y el del régimen especial agrario, se acordará pase del 8 al 10 % para los trabajadores por cuenta ajena, y del 7 al 9 % para los de por cuenta propia, lo que supondrá una mejora en la recaudación de 9,8 m. m.
A partir de abril de 1979, se gravaron las horas extraordinarias a un tipo del 14 % (del que el 12 % sería cubierto por el empresario), que, en términos de recaudación, producirá escasos resultados, dadas las altas posibilidades de defraudación existentes.

(3) A favor de un mayor incremento juega el que los salarios crezcan por encima del 12 % previsto al realizar la estimación, y el que las nuevas bases afloradas en el 2.º semestre del 78 tendrán plena vigencia a lo largo del 79. En cambio, ni se producirá el aumento previsto de 160.000 nuevos cotizantes (jóvenes en busca del primer empleo o desempleados), que cotizan al 50 % de acuerdo a los estímulos existentes para su contratación, ni, tampoco, el cambio en la distribución de los aumentos de salarios pactados hacia criterios de mayor proporcionalidad ayudará a obtener las cifras previstas. Aun cuando no hará sentir sus efectos como en 1978, el cambio en los sistemas de cotización puede venir contrapesado por el acortamiento del plazo de entrega a la Seguridad Social de las cotizaciones recaudadas por las entidades bancarias.

Seguridad Social: Tipos de cotización al Régimen General

Porcentajes

	1-I-76 (D.19- XII-75)	1-IV-76 (D.22- IV-76)	1-VII-76 (D.22- VI-76)	1-X-76 (D.L.15- VIII-76)	1-I-77 (D.L.15- VIII-76)	1-IV-77 (D.15- III-77)	1-I-78 (h) (D.25- I-78)	1-I-79 (i) (D.19- I-79)
REGIMEN GENERAL (a):								
Total sobre base tarifada	45,20	45,20	44,70	41,66	41,47	39,00	34,30	34,30
Empresa	38,32	38,32	37,90	35,41	35,25	33,15	29,15	29,15
Trabajador	6,88	hn88	6,80	6,25	6,22	5,85	ntto 5,15	
Total sobre base complementaria	26,00	26,00	27,50	27,00	27,93	31,00	34,30	34,30
Empresa	22,10	22,10	23,37	22,95	23,74	26,35	29,15	29,15
Trabajador	3,90	3,90	4,13	4,05	4,19	4,65	5,15	5,15
Accidentes de trabajo (b)	Según tarifas	Según tarifas	Según tarifas	Se reba- jan en un 10 % (e)	Según tarifas	Según tarifas D.23- IX-77	Según tarifas D.23- IX-77	Según tarifas D.23- IX-77
Horas extras	—	—	—	—	—	—	—	14,00 (f)
Empresa	—	—	—	—	—	—	—	12,00
Trabajador	—	—	—	—	—	—	—	2,00
Desempleo (a partir de agosto de 1976)	—	—	—	2,70 (c)	2,70	2,70	2,70	2,70
Empresa	—	—	—	2,35 (c)	2,35	2,35	2,35	2,35
Trabajador	—	—	—	0,35 (c)	0,35	0,35	0,35	0,35
Fondo de garantía salarial	—	—	—	—	—	0,20 (d)	0,20 (d)	0,30 (g)
Empresa	—	—	—	—	—	0,20	0,20	0,30
Trabajador	—	—	—	—	—	—	—	—

FUENTE: BOE. Diversas disposiciones.

- (a) Hasta agosto de 1976 el tipo correspondía a asistencia sanitaria, incapacidad e invalidez, protección a la familia y desempleo. Para todos ellos existía igual base de cotización, salvo para accidentes de trabajo, en que la cotización se hacía sobre bases específicas. A partir de agosto del 76 se fijó un tipo específico de cotización por desempleo, siendo su base de cotización la de accidentes de trabajo. La cotización para el Fondo de Garantía Salarial se hace, a partir de abril de 1977, también sobre otro tipo específico, y sobre la base de cotización de accidentes de trabajo.
- (b) Las tarifas varían para cada sector o rama asegurada. Las tarifas fueron fijadas el 30-III-49, se modificaron el 21-IX-67 y el 15-VIII-76, en que se rebajaban todas ellas un 10 %. La rebaja no afecta a los que cubren accidentes en la agricultura. Se fijaron nuevas tarifas el 23-IX-77 que continúan vigentes. La cotización corre a cargo únicamente de la empresa.
- (c) Entró en vigor el D.L. 10-VIII-76. Hasta esa fecha, la cotización por desempleo se integraba dentro del Régimen General.
- (d) Según el Decreto 317/4-III-77; entró en vigor el 1-IV-77.
- (e) Excluidas las de los trabajadores agrarios.
- (f) Vigente a partir del 1-IV-79.
- (g) Vigentes desde el 1-IV-78 hasta 31-III-79.
- (h) Vigentes para todo el año 1978.
- (i) Se instituyó un tipo único sobre una base única, con una base mínima y máxima para cada categoría.

La segunda rúbrica importante de los ingresos, las transferencias corrientes estatales, aumentaron fuertemente en 1978, alcanzando los 102 m.m., de los que unos 60 m.m. tenían por destino específico complementar los ingresos obtenidos por cuotas del seguro de desempleo, a fin de garantizar la subida de los gastos por este concepto. Con este fuerte aumento en sus transferencias, el Estado trataba de cumplimentar lo acordado en los pactos de la Moncloa (la transferencia suponía un 7,6 % de los ingresos de la Seguridad Social en 1978), a fin de ir reduciendo el peso de las cotizaciones como primordial fuente de financiación. En 1979, las autoridades han previsto que la transferencia corriente del Estado pase a ser de 147 m.m. (9,5 % de los

ingresos no financieros previstos de la Seguridad Social), a fin de poder cumplimentar el objetivo fijado para 1983 (que estas transferencias alcancen el 20 % de los ingresos).

Las otras rúbricas de ingresos del sistema de la Seguridad Social son residuales. Es destacable la disminución de las rentas de la propiedad, que son consecuencia del descenso de los recursos patrimoniales disponibles, pese a la más alta rentabilidad obtenida en algunos de ellos.

3.2. Los gastos

Las autoridades, que por primera vez enviaban al Parlamento el presupuesto inicial de la Seguridad Social para 1978, habían diseñado éste sobre una fuerte política de contención del gasto. Se preveía un crecimiento de los gastos no financieros del 26 % (sobre las cifras efectivamente gastadas en 1977); mientras las prestaciones económicas se estimaba que aumentarían un 32 %, las sanitarias lo harían un 13 % y las inversiones crecerían un 25 %.

Para conseguir estos resultados, se pensaba moderar ciertas partidas del gasto, en base a una reorganización administrativa y a una intervención más eficaz. Al hecho de que ciertas partidas resultaban claramente infravaloradas en el presupuesto inicial (1), habrá de añadirse el retraso en la puesta en vigor de la reorganización prevista (2) y de los mecanismos de control e inspección; todo ello, junto con la aparición de ciertos efectos resultantes de la crisis económica, y el intento de ejercer un cierto efecto redistributivo y satisfacer mejor las demandas sociales en este campo, explica que los gastos no financieros de la Seguridad Social aumentasen en 1978 un 39 % (frente al 26 % previsto y el 30 % alcanzado en 1977), la tasa más alta de crecimiento de toda la década de los setenta (en que las tasas de crecimiento oscilaron entre el 22 % y el 32 %), y ocho puntos superior a la de crecimiento de los ingresos.

Dentro de los gastos corrientes, que aumentaron un 39 % tanto los de consumo público como las prestaciones lo hicieron a ritmos elevados, 36 % y 40 % respectivamente. Los gastos de consumo crecieron a ritmo igual que

(1) Ha sido tradición el que la Seguridad Social elaborase muy por bajo sus presupuestos iniciales, que se separaban profundamente de las cifras efectivas.

(2) Que se aprobara a finales del año, creando tres grandes Institutos, que se ocuparían de las prestaciones sanitarias, las económicas y los servicios sociales, y asignando toda la gestión del Desempleo al recién creado Instituto Nacional del Empleo.

el del año anterior; el fuerte aumento de las compras de bienes y servicios, que aumentaron un 61 %, duplicando la tasa de aumento de 1977, aparecen como elemento fundamental, ya que los gastos de personal aumentaron nada más un 24 % (1). Mientras en esta última partida las medidas de control adoptadas al comienzo del segundo semestre parecieron conseguir resultados aceptables, haciendo descender la tasa anual hasta el nivel fijado en el presupuesto inicial, no sucedió lo mismo con las compras (2), en que las necesidades de equipamiento —muy desatendidas en años anteriores— y, sobre todo, el aumento excepcional de los gastos de hospitalización en instituciones sanitarias explican el fuerte aumento por este concepto.

CUADRO IV-11

Seguridad Social: prestaciones (a)

m. m. y porcentajes

	1976			1977			1978		
	Total	I	II	Total	I	II	Total	I	II
	Importe en m. m.								
Económicas	448,7	194,8	253,9	643,5	270,5	373,0	932,6	394,9	537,7
Pensiones	264,1	115,1	149,0	393,8	171,5	222,3	610,1	247,8	360,3
Protección a la familia	63,3	29,9	33,4	59,6	24,0	35,6	59,6	27,9	31,7
Incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional	46,6	21,5	25,1	80,6	27,8	52,8	99,4	46,2	53,2
Desempleo	35,0	16,5	18,5	77,0	33,7	43,3	133,0	57,3	75,7
Otras	39,8	10,0	29,8	32,5	13,5	19,0	30,5	13,7	16,8
En especie	80,2	34,0	46,2	82,0	40,3	41,7	85,0	45,0	40,0
TOTAL	528,9	228,0	300,9	725,5	310,8	414,7	1.017,6	439,9	577,7
	Tasas de crecimiento sobre igual período del año anterior								
Económicas	26,4	—	—	43,4	38,9	46,9	44,9	46,0	44,2
Pensiones	30,9	—	—	49,1	49,0	49,2	54,9	44,5	62,0
Protección a la familia	5,5	—	—	- 5,9	-19,8	6,6	—	16,3	-11,9
Incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional	9,4	—	—	72,9	29,3	110,4	23,3	66,1	0,8
Desempleo	20,2	—	—	100,0	104,2	134,0	72,7	70,0	74,8
Otras	57,9	—	—	-18,4	35,0	-36,3	-6,2	1,5	-11,6
En especie	33,7	—	—	2,2	18,5	- 9,8	3,7	11,7	- 4,1
TOTAL	26,3	—	—	37,2	36,3	37,8	40,3	41,5	39,3

FUENTE: Banco de España.

(a) Estimación en base a avances y datos provisionales de la Seguridad Social.

- (1) El aumento en los gastos de personal (que en los últimos cuatro años se había movido entre el 39 y el 42 %) fue obtenido gracias a un estricto control de las horas extras y guardias, a la congelación de plantillas y al estricto cumplimiento de las subidas de sueldos acordadas.
- (2) Las compras de medicinas con destino a los asegurados y obtenidas por éstos a través de farmacia figuran en prestaciones económicas (en especie). Incorporándolas al resto de las compras, el total de compras aumentó en 1978 respecto a 1977 un 33 %

Las prestaciones, la otra gran rúbrica de los gastos corrientes, crecieron un 40 %. Mientras las prestaciones económicas en forma de flujos monetarios a los asegurados aumentaron un 45 %, las prestaciones en especie (medicinas recetadas al público fuera de las instituciones cerradas de la Seguridad Social) aumentaron solamente un 3,7 %, explicado por el aumento en la aportación del asegurado (1), por las medidas de control adoptadas desde 1977, y por la casi congelación de precios de los productos farmacéuticos. Dentro de las prestaciones —véase cuadro IV-11— el aumento más fuerte se produjo en las pensiones, que crecen un 55 %, la tasa más alta de todo el decenio (el crecimiento máximo fue del 37,3 % en 1973).

Las razones que forzaron en 1977 el aumento de las pensiones intensificaron su presión en 1978. Así, junto al aumento del número de pensionistas (2) —véase el cuadro IV-12—, influyó, de forma importante, el efecto de la política de revalorización de pensiones aplicada, que, al igual que en 1977, consistió en elevar fuertemente las pensiones mínimas y hacer crecer mucho más fuertemente las pensiones más bajas (3) —véase cuadro IV-14—, a lo que se añadió al efecto de las mayores bases reguladoras que sirven para fijar el importe de la pensión de los nuevos pensionistas. No es por ello extraño que la pensión media, en cualquiera de sus clases o regímenes, subiese muy fuertemente en 1978 —aun cuando todavía se mantenga muy por debajo del salario mínimo en la mayor parte de los casos (4) —reflejando la política redistributiva seguida en los últimos años, que implica que las pensiones medias y mínimas estén ya muy cercanas; en la actualidad, la mayor parte de las pensiones se encuentran alrededor de las mínimas (del 80 al 90 % del total) y la política de mejora de pensiones llevada a cabo ha cargado fuertemente el presupuesto, al crecer fuertemente sus costes (5).

-
- (1) El presupuesto inicial esperaba una disminución en el coste de farmacia, que descendería, fuertemente sobre el nivel alcanzado en 1977.
 - (2) El proceso de jubilación se intensifica en época de crisis. Dada la rigidez laboral, muchas empresas favorecen las jubilaciones anticipadas voluntarias, que puedan resultar atractivas al trabajador si el importe de la pensión es aceptable. Al mismo tiempo, las jubilaciones anticipadas, resultantes de planes de reestructuración sectorial o de expedientes de crisis, han sido también importantes en 1978. El crecimiento es también consecuencia del proceso de envejecimiento de la población española: en 1970 la población de más de 65 años suponía el 9,8 de la población total y en 1978 era un 10 %.
 - (3) En cada régimen se fija una pensión mínima, que se revisa al mismo tiempo que se procede a aumentar las pensiones existentes. Cuando en virtud del aumento establecido, el nuevo importe de la pensión del trabajador queda por debajo de la nueva pensión mínima fijada, se eleva la pensión a cobrar hasta ese nivel mínimo.
 - (4) La pensión media de jubilación del régimen general subió de 11.528 pesetas en diciembre de 1977 a 14.555 pesetas mes en octubre de 1978, aumentando un 26 %; pasando a ser un 80,9 % del salario mínimo vigente frente al 76,9 % anterior.
 - (5) El porcentaje que suponen las mejoras de pensiones en el año, sobre el importe total de las pensiones pagadas, era, en 1978, de cerca del 45 %, mientras seis años antes suponía nada más el 10 %.

Seguridad Social: pensionistas

Miles de personas

	Régimen General			Regímenes Especiales											
	1976	1977	1978 (b)	Autónomos			Agrarios (a)								
				1976	1977	1978 (b)	Total			Por cuenta ajena			Por cuenta propia		
							1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
Jubilación	583,1	620,9	597,7	140,7	150,7	159,1	802,2	806,0	810,3	298,7	299,9	301	503,5	506,1	509,3
Invalidez	289,2	332,0	352,1	23,8	32,3	39,6	238,1	270,8	302,3	100,8 (a)	115,0 (c)	128,4 (c)	137,3 (c)	155,8 (c)	173,9 (c)
Viudedad	457,0	461,2	465,7	46,2	51,9	55,7	162,0	186,2	215,1	91,4	99,6	108,3	71,4 (c)	86,6 (c)	106,8 (c)
Orfandad	72,3	74,6	71,5	5,9	6,5	6,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Familiares	5,6	7,0	7,1	0,3	0,4	0,5	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Accid. de trabajo ..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Incap. perman.</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
<i>Viudedad</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
TOTAL	1.407,2	1.495,7	1.494,1	216,9	241,8	261,8	1.203,1	1.272,7	1.327,7	490,9	514,5	537,7	712,2	748,2	790,0

Miles de personas

	Regímenes Especiales									SOVI (d)			Total (e)		
	Minería			Instituto Social de la Marina			Empleados Hogar			1976	1977	1978 (b)	1976	1977	1978
	1976	1977	1978	1976	1977	1978 (b)	1976	1977	1978 (b)						
Jubilación	20,6	24,1	24,7	24,8	25,5	26,3	45,6	48,2	50,4	339,5	339,2	336,8	1.951,5	2.014,6	2.005,3
Invalidez	20,6	19,4	18,9	7,9	9,0	10,5	9,5 (c)	12,1 (c)	16,0 (c)	9,7	9,6	11,1	598,8	685,2	759,5
Viudedad	15,5	15,9	16,1	17,9	18,8	20,1	—	0,1 (c)	0,1 (c)	25,5	27,4	28,7	724,1	761,5	801,9
Accid. de trabajo ..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	187,0	191,0	193,7
<i>Incap. perman.</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	105,2	106,7	108,3
<i>Viudedad</i>	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	81,8	84,3	85,4
TOTAL	59,2	62,8	62,3	53,6	56,4	60,1	55,1	60,4	56,5	370,7	377,4	377,8	3.552,8	3.748,2	3.839,0

FUENTE: Ministerio de Sanidad y Seguridad Social.

(a) Datos a septiembre de cada año.

(b) Datos a octubre de 1978. No incluye pensionistas de Renfe. Los datos de años anteriores recogen las cifras a fin de año.

(c) Por incapacidad.

(d) El SOVI (Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez) comprende a los pensionistas que cotizaron al antiguo régimen de Seguridad Social, que desapareció en 1964.

(e) Cabe la posibilidad de que existan duplicaciones al cobrar un pensionista dos pensiones. Esta situación se produce con cierta generalidad, en el caso de pensionistas agrarios y, especialmente, en los pequeños propietarios (por cuenta propia).

Seguridad Social: Importe de la pensión media

Pesetas/mes

	Régimen General			Regímenes Especiales								
	1976	1977	1978 (a)	Autónomos			Agrarios (b)					
							Por cuenta ajena (c)			Por cuenta propia (c)		
				1976	1977	1978 (a)	1976	1977	1978	1976	1977	1978
Jubilación	9.506	11.528	14.555	6.454	8.256	12.136	7.078	9.307	12.125	4.801	7.692	12.085
Invalidez	8.376	10.040	12.494	6.789	8.111	11.699	5.756 (d)	7.158 (d)	8.843 (d)	4.686 (d)	6.500 (d)	9.383 (d)
Viudedad	5.035	6.638	8.663	3.229	6.143	8.619	4.507 (e)	6.702 (e)	8.857 (e)	3.592 (e)	6.224 (e)	8.691 (e)
Orfandad	4.735	5.730	7.473	2.332	2.894	6.150	—	—	—	—	—	—
Familiares	—	6.972	9.316	—	5.553	7.975	—	—	—	—	—	—
Accidentes de trabajo	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Incapacidad per-	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
manente (g) ...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Viudedad (h)	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

Pesetas/mes

	Regímenes Especiales									SOVI			Accidentes de trabajo (b) (f)		
	Minería			Instituto Social de la Marina			Empleados Hogar (c)								
	1976	1977	1978 (a)	1976	1977	1978	1976	1977	1978						
Jubilación	14.186	16.875	20.116	8.684	10.411	13.296	4.799	7.696	12.044	5.088	6.318	8.171	—	—	—
Invalidez	7.065	9.925	12.173	9.872	11.795	14.643	4.794(d)	6.385(d)	8.775(d)	5.160	6.411	8.344	—	—	—
Viudedad	4.546	5.868	7.495	5.140	6.760	8.904	3.478(e)	6.253(e)	8.619(e)	3.752	5.373	7.033	—	—	—
Orfandad	5.542	6.514	8.098	4.522	5.459	7.083	—	—	—	4.942	6.154	8.259	—	—	—
Familiares	—	8.122	10.555	6.157	7.267	12.734	—	—	—	—	6.030	8.022	—	—	—
Accid. de trabajo	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Incap. perma-	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	7.300	9.187	11.069
nente (g) ...	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	6.149	7.978	10.236
Viudedad (h) ..	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

FUENTE: Ministerio de Sanidad y Seguridad Social.

(a) Datos a octubre.

(b) Datos a septiembre.

(c) Datos de los acogidos a la Mutualidad Agraria. Los acogidos al sistema anterior (censo laboral agrario) tienen pensiones más bajas en el caso de los por cuenta ajena (un tercio menos aproximadamente), y muy próximas en el caso de los por cuenta propia.

(d) Pensión de incapacidad permanente total.

(e) Ligado a pensionistas por incapacidad.

(f) Recoge datos de las pensiones pagadas por el Fondo de Pensiones a pensionistas a partir de 1963; los acogidos al antiguo sistema tienen pensiones que son aproximadamente un tercio de las aquí recogidas.

(g) Se recoge la de incapacidad permanente total.

(h) Las pensiones de viuda con hijos o de huérfanos no se separan sustancialmente de este importe.

Seguridad Social:
Aumentos de las pensiones mínimas y de las pensiones en general

	Pensiones mínimas								Aumento general de pensiones				
	Importe: ptas/mes				Tasas de crecimiento				En tanto por ciento o ptas/mes				
	1-V-77 a 1-I-78	1-I-78 a 1-V-78	1-V-78 a 1-I-79	1-I-79 a 1-I-80	1-V-77 a 1-XI-77	1-I-78 a 1-V-79	1-V-78 a 1-I-79	1-I-79 a 1-I-80	1-XI-76 a 1-V-77	1-V-77 a 1-I-78	1-I-78 a 1-V-78	1-V-78 a 1-I-79	1-I-79 a 1-I-80
JUBILACION (b) E INVALIDEZ:													
Rég. gral. y ciertos reg. esp.	9.300	10.800	12.120	13.817	20,7	16,1	12,2	14,0	10,0	10,0	1,0 a 13,0	1,0 a 4,0	14,0
Otros regímenes especiales	7.700	9.900	12.120	13.817	45,2	28,5	22,4	14,0	10,0	10,0	1,0 a 13,0	1,0 a 4,0	14,0
Antiguo SOVI (a)	6.600	7.700	8.900	10.280	24,5	16,7	15,6	14,0	5.300(c)	6.600(c)	7.700(c)	8.900(c)	10.280(c)
GRAN INVALIDEZ:													
Rég. gral. y ciertos reg. esp.	13.950	16.200	18.420	20.999	3,7	16,1	16,7	14,0	10,00	10,0	1,0 a 13,0	1,0 a 4,0	14,0
Otros regímenes especiales	11.550	14.850	18.420	20.999	24,0	28,6	27,2	14,0	10,0	10,0	1,0 a 13,0	1,0 a 4,0	14,0
INVAL. PROV. Y LARGA ENFERMEDAD:													
Rég. gral. y ciertos reg. esp.	7.500	8.700	8.970	10.226	3,1	16,0	3,5	14,0	10,0	10,0	1,0 a 13,0	1,0 a 4,0	14,0
Otros regímenes especiales	6.000	7.500	8.970	10.226	19,6	25,0	20,0	14,0	10,0	10,0	1,0 a 13,0	1,0 a 4,0	14,0
VIUDEDAD (b):													
Rég. gral. y ciertos reg. esp.	7.000	8.100	9.210	10.500	13,7	15,7	17,2	14,0	10,0	10,0	1,0 a 13,0	1,0 a 4,0	14,0
Otros regímenes especiales	6.400	7.200	9.210	10.500	27,9	12,5	31,9	14,0	—	—	1,0 a 18,0	1,0 a 4,0	14,0
Antiguo SOVI	5.800	6.500	7.800	8.790	45,0	12,1	20,6	14,0	4.000(c)	5.800(c)	6.500(c)	7.800(c)	8.790(c)
ORFANDAD (SIMPLE):													
Rég. gral. y ciertos reg. esp.	2.700	3.100	3.500	3.990	12,9	14,8	19,4	14,0	10,0	10,0	500(d)	400(d)	14,0
Otros regímenes especiales	1.500	1.900	3.500	3.990	84,2	26,7	94,7	14,0	10,0	10,0	500(d)	400(d)	14,0
EN FAVOR DE FAMILIARES (b) (f):													
Rég. gral. y ciertos reg. esp.	7.000(e)	8.100(e)	9.210(e)	10.500	13,7	18,7	17,3	14,0	10,0	10,0	500(d)	400(d)	14,0
Otros regímenes especiales	6.400(e)	7.200(e)	9.210(e)	10.500	27,9	15,0	18,9	14,0	10,0	10,0	500(d)	400(d)	14,0

FUENTE: BOE. Diversas disposiciones.

- (a) Las pensiones del SOVI son iguales en el caso de jubilación, invalidez, gran invalidez e invalidez provisional. Comprende las pensiones de los antiguos regímenes de la Seguridad Social, extinguidos a la entrada en vigor de la ley de la Seguridad Social de 1963. Estas pensiones se varían fijando siempre el importe a recibir.
- (b) Para mayores de sesenta y cinco años. Para menores de sesenta y cinco años se fijan en importes inferiores.
- (c) Se fijan en esa cuantía.
- (d) Se incrementa la pensión en ese importe.
- (e) Si es beneficiario único. Si son varios los familiares, el mínimo para cada uno de ellos es menor.
- (f) A favor de padres o hermanas solteras del trabajador asegurado que fallece.

La revalorización de pensiones y la revisión de pensiones mínimas se llevó a cabo en enero y mayo de 1978 (1). A fin de acercar las pensiones del régimen general a las de ciertos regímenes especiales, a partir de mayo de 1978 se estableció la misma pensión mínima para estos regímenes especiales que para el régimen general (2). Así, mientras las pensiones mínimas del régimen general y de ciertos regímenes especiales asimilados y las del SOVI (3) aumentan, en el transcurso del año, alrededor de un 30 %, las de los restantes regímenes especiales lo hacían a un ritmo superior al 50 %. Con ello, la pensión mínima de jubilación se establecía en el 74 % del salario mínimo vigente. La revalorización de pensiones se llevó a cabo en las mismas fechas; la subida más elevada se produjo en enero de 1978, en que los porcentajes aplicados iban del 13 al 1 %, en función de la cuantía de la pensión. Con efecto desde mayo de 1978 se produjo una segunda revalorización, del 4 al 1 %, según cuantía de las pensiones.

Puesto que las pensiones suponen ya el 42 % de los gastos totales, cualquier acción destinada a aumentarlas tiene efectos inmediatos sobre el gasto total de la Seguridad Social. Independientemente del porcentaje en que se desea aumentar las pensiones, hay unos efectos, inevitables, derivados del incremento de nuevos pensionistas y de las mayores pensiones que han de cobrar, y de la mayor continuidad de los pensionistas ya existentes, que explican ya, en un porcentaje considerable, el crecimiento del gasto en pensiones. De haber continuado la tendencia apuntada en los últimos años, podría esperarse que, a comienzo de la década de los 80, la pensión promedio coincidiría con la pensión mínima. Ante ese hecho, y las dificultades financieras que tal tipo de actuación comportaría, la Seguridad Social parece haber variado sus criterios de revalorización de pensiones de cara a 1979. Así, en enero de 1979, se ha producido una revalorización que aumenta todas las pensiones en un 14 % y una elevación de las pensiones mínimas también del 14 %. El costo total de estas medidas será muy superior a esta cifra, como consecuencia del aumento del número de pensionistas y la elevación de la pensión media resultante de las bases más altas de cotización sobre las que se calculan las pensiones de los nuevos pensionistas.

Las otras rúbricas de las prestaciones económicas, las prestaciones por incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional y por desempleo, con

(1) Diseñada para producirse en enero y julio de 1978, un acuerdo de las Cortes estableció que la segunda revalorización se produjese con efectos de mayo.

(2) En 1977, y en la revisión de enero de 1978, habían aumentado más fuertemente los mínimos de las pensiones de ciertos regímenes especiales —que tenían pensiones más bajas— que las del régimen general.

(3) Pensionistas del antiguo Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez, que desapareció en 1963 al instaurarse el nuevo sistema de Seguridad Social. Existen también unas 300.000 ancianos sin derecho a pensiones de la Seguridad Social, que perciben del Estado, a través de prestaciones del Fondo Nacional de Asistencia Social, una pensión mensual de 3.000 pesetas, que a partir del año 1979 es de 4.000 pesetas.

fuertes aumentos en 1977, se han visto frenadas en 1978, debido tanto a la evolución de las respectivas contingencias como a las medidas de control ejercidas, sobre todo, en el segundo semestre.

Mientras el número de días indemnizados por incapacidad laboral transitoria (derivada de enfermedad común o accidente no laboral) aumentaron un 14,5 % (frente al 13,4 % del año 77), el importe de la prestación promedio diaria aumentó un 28 % (frente al 38 % del año anterior) (1); en cuanto a invalidez provisional, mientras los días indemnizados crecieron un 9 % (frente al 6 %) (2), la prestación promedio diaria lo hizo en un 30 % (frente al 50 % del año anterior); a consecuencia del menor aumento de la prestación promedio, el coste total por incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional se elevó un 23 %, frente al 80 % del año anterior.

En cuanto al desempleo, el aumento de las prestaciones por este concepto fue del 6 % (3). Mientras el número de parados aumentaba, en 1978, según la Encuesta de población activa, en 250.000 personas, el aumento del número de perceptores era sólo de 143.000 personas (4), pasando de 329.289 en diciembre de 1977 a 472.935 a fines de 1978, a los que había que sumar los campesinos que, de forma ocasional, percibían el subsidio bajo forma de empleo comunitario, que nunca rebasaron las 30.000 personas.

Las prestaciones por desempleo, de las que casi un 30 % se dedican a cubrir las cuotas de Seguridad Social de los perceptores del seguro, crecieron tanto a causa del aumento del número de perceptores (la cobertura del seguro pasó del 39,5 al 43,8) como al de la percepción media, que pasó de 233.000 pesetas en 1977 a 279.000 en 1978 (5); las 198.000 pesetas que implica la percepción media en mano para el perceptor se acercó más al salario mínimo vigente que en 1977.

El aumento en los perceptores que dejan de recibir el subsidio por agotamiento de plazo (en diciembre de 1977 cesaron 32.500, mientras en diciembre de 1978 cesan 37.200); la política seguida de impulsar la contratación de desempleados (que llegó a alcanzar los 36.000 trabajadores en septiem-

(1) Consecuencia del menor alza de salarios en 1978 respecto a 1977, y del mayor control ejercido.

(2) Como consecuencia del mayor control, que se hizo sentir en el segundo semestre (en el primer semestre las prestaciones por este concepto crecían un 66 %, y en el segundo se estabilizaron respecto al nivel de igual semestre del año anterior), se originó un desplazamiento hacia una mayor duración de los días cubiertos a cada enfermo, que pasa de diecisiete días y medio en, 1976 y 1977, a dieciocho días y medio en 1978. Con este control, las autoridades intentaban evitar que los problemas de subutilización de plantillas se intentasen financiar por las empresas con cargo a la Seguridad Social.

(3) Por primera vez, en 1978, aumentan proporcionalmente más los administrativos que los obreros manuales que perciben la prestación.

(4) Los jóvenes en busca de primer empleo no tienen derecho a la percepción del subsidio. Dentro de los perceptores, durante 1978, existe un crecimiento más acusado de los trabajadores en desempleo parcial que de los desempleados absolutos.

(5) Incluida la cobertura de las cuotas de Seguridad Social del perceptor del seguro.

bre, estando alrededor de unos 25.000 mensuales), y el retraso administrativo en la concesión del subsidio (1) —a través del alargamiento del tiempo de concesión— son, básicamente, las causas, junto con el endurecimiento en los controles de los perceptores (se ha detectado un 8 % de personas que, cobrando el subsidio, no debían percibirlo), de que los 133 m.m. gastados fueran inferiores a los pagos previstos, que, en principio, alcanzaban los 145 m.m., de los que 13 m.m. se destinaban al paro agrícola, bajo forma de empleo comunitario —que no se han gastado en su totalidad—, quedando los 132 m.m. restantes destinados a cubrir a unos 450.000 perceptores; en realidad, los perceptores aumentaron hasta alcanzar las 479.000 personas pero el importe gastado fue inferior al previsto.

Para 1979, las autoridades han previsto destinar 145 m.m. para financiar el seguro de desempleo que, en virtud de la reorganización administrativa llevada a cabo, pasa para su gestión al Instituto Nacional de Empleo, dependiente del Ministerio de Trabajo. De los 145 m.m. previstos, 60 m.m. serán cubiertos, al igual que en 1978, por parte de la transferencia corriente del Estado; 78 m.m. por la recaudación de cuotas y 7,5 m.m. por aportaciones de otras contingencias del Régimen General (2).

Del resto de las prestaciones, las de protección a la familia permanecen prácticamente estabilizadas al no variar sustancialmente el colectivo protegido (3) ni el importe de las prestaciones. Estas suponen algo menos del 4 % del total de los gastos de la Seguridad Social y no llegan al 6 % de las prestaciones.

Las otras prestaciones económicas disminuyeron ligeramente en 1978. De hecho, su importe sería menor si se hubiesen traspasado al Estado ciertos servicios (por ej. las Universidades Laborales), traspasos que no se llevaron a cabo sino parcial y muy tardíamente. En estas prestaciones continuó la tónica del año anterior de no incrementar, con cargo a esta rúbrica, la financiación de servicios inatendidos o no cubiertos suficientemente bajo las restantes prestaciones, apoyándose en que muchas de las ayudas concedidas bajo esta rúbrica son de carácter discrecional.

(1) Mientras esperan la concesión del subsidio, los peticionarios reciben un subsidio de espera, que suele ser inferior a lo que percibirán como subsidio definitivo.

(2) La cifra estimada para recaudación de cuotas por desempleo parece baja, aun cuando también lo es la prevista para prestaciones. Los 13 m.m. en que aumentan las prestaciones para 1979 permitirían cubrir unos 60.000 perceptores nuevos. Las características del mercado de trabajo en 1979 hacen previsible un aumento mayor de los perceptores del previsto. Al mayor coste se añadiría, de aprobarse las propuestas de modificación del seguro que diversos grupos políticos han presentado —por empezar a disfrutar de un subsidio ciertos jóvenes en busca de empleo y los agricultores—, un importe adicional de entre 35 a 70 m.m., según la propuesta que se adoptase. En todo caso, aún no aceptado ningún nuevo proyecto, el coste de las prestaciones debiera estar cercano a los 160 m.m., 15 m.m. más de lo previsto.

(3) Unos 6.000.000 de familias reciben prestaciones periódicas, recibiendo, en promedio, unas 1.000 pesetas mensuales.

Las prestaciones en especie recogen el coste de las medicinas consumidas fuera de las instituciones cerradas de la Seguridad Social (el resto figura en compras de bienes y servicios). Si a ellas se suma el gasto del personal médico y auxiliar, y los gastos derivados del funcionamiento de las entidades propias y concertadas, se obtiene el gasto en asistencia sanitaria de la Seguridad Social. Aun con datos provisionales, puede afirmarse que dicho coste ha aumentado sustancialmente. Ello se debe tanto a un aumento de la población asistida (ésta tiende a aumentar no sólo en número sino en días de asistencia (1) —en muchos casos debido a la propia organización de la Seguridad Social y no por razones médicas) como al tipo de enfermedades asistidas.

En 1978, y a diferencia de años anteriores, los gastos de asistencia sanitaria realizados en instituciones propias crecieron más fuertemente (46 %) que los realizados en instituciones concertadas (26 %) (2), como consecuencia de que la mayor parte del crecimiento de la población asistida se desvió a las instituciones propias —gracias, en parte, a las medidas de control puestas en vigor— y por el mantenimiento del precio en los conciertos con las entidades colaboradoras. Este último hecho, junto con el atraso en las liquidaciones, colocó a algunas de estas entidades, en muchos casos semipúblicas, en condiciones muy difíciles. Los gastos en farmacia, dado el aumento de la población protegida, muestran una sensible desaceleración si se miden en términos per cápita, sobre todo teniendo en cuenta que una parte muy importante de esa población son pensionistas, que tienen un consumo farmacéutico mayor y que no aportan ninguna cantidad al percibir el medicamento.

Los gastos de inversión, que habían sufrido un fuerte parón en 1977, se incrementaron en 1978 un 41 % (3).

3.3. Déficit financiero

La Seguridad Social tuvo en 1978 un déficit no financiero de 85,7 m.m. (4); la variación de activos y pasivos financieros fue de 1,4 m.m., siendo supe-

(1) El número de estancias en días pasó de 12,4 millones de días en 1976 a 13,0 en 1977 y 18,0 en 1978 (en este último año aumentaron, pues, un 38,8 %). Como las camas disponibles aumentaron a un ritmo mucho más bajo, la utilización por cama (pasó del 0,71 % en 1977 al 0,91 % en 1978) fue muy elevada, explicando la imposibilidad de ingresar a enfermos en determinados momentos. Un tercio de las camas son concertadas con instituciones ajenas a la Seguridad Social, ante la insuficiencia de las propias.

(2) Los gastos de asistencia sanitaria propia pasaron de 160,3 m.m. en 1977 a 210,5 m.m. en 1978; los realizados mediante conciertos pasaron de 68 m.m. en 1977 a 85,7 en este año.

(3) De los 42 m.m. a que ascendió la inversión, algo más de la mitad, 26 m.m., se dedicó a la creación de nuevos centros de asistencia (23 m.m. a hospitales y 3 m.m. a ambulatorios y consultorios) y otros 8,5 al equipamiento y mejora de los ya existentes. El resto del gasto se materializa en inversión de los servicios sociales (residencias de ancianos), inmuebles para funcionamiento, y vehículos y mobiliario.

(4) Formalmente la Seguridad Social presenta siempre sus presupuestos equilibrados, ya que, como ingresos financieros, incluye la apelación que realiza a sus recursos de tesorería.

riores las compras de valores y la amortización de préstamos recibidas a las ventas de valores y a los depósitos constituidos (1), debiendo cubrirse la diferencia con recurso a la tesorería por importe de 84,3 m.m.

La unificación de tesorería que se quiso llevar a cabo en 1978 no se implantó sino a partir de junio de 1979. En todo caso, en 1978 se intentó una política financiera más coordinada, cuyos resultados se tradujeron, en virtud de la centralización de decisiones, en un aumento más reducido de las compras de valores frente a una fuerte elevación de la colocación de recursos a plazo en forma de certificado de depósitos. También como consecuencia de esa gestión más centralizada se intentó acortar el plazo de abono en las cuentas de la Seguridad Social de las cuotas recaudadas pagadas a través de entidades bancarias. La implantación de una tesorería única ayudará a esa política de decisión centralizada, permitirá una mayor y más rápida información de la actuación de la Seguridad Social, y supondrá la obtención de una mayor rentabilidad de los recursos propios (2).

4. EJECUCION PRESUPUESTARIA DE OTROS ORGANISMOS PUBLICOS

La publicación de datos periódicos de ejecución presupuestaria de los Organismos Autónomos Administrativos en el Boletín Informativo del Ministerio de Hacienda permite, por vez primera, un breve comentario sobre la actuación de estos organismos. En cambio, para las Corporaciones Locales, siguen sin publicarse datos periódicos, y sólo son utilizables, como primera aunque insuficiente aproximación, los resultados de la encuesta que, sobre la actuación presupuestaria de las Corporaciones, lleva a cabo el Banco de Crédito Local. Para los organismos preautonómicos sólo a partir de 1979 se han empezado a publicar las transferencias realizadas por el Estado a esos entes, pero no se dispone de ninguna otra información. En el año 1978, los organismos autónomos administrativos tuvieron un pequeño superávit no financiero, frente al déficit inicial previsto, de unos 10 m.m. Los ingresos no financieros efectivos coincidieron prácticamente con los previstos. Ahora bien, dentro de los ingresos, mientras las tasas efectivamente recaudadas superaban muy acusadamente a las previstas, las transferencias corrientes efectivas eran muy inferiores a las presupuestadas; las transferencias de capital recibidas, fueron, en cambio, algo superiores a las previstas. En lo

(1) Predominando, frente a la compra de valores que no superó los 3,5 m.m., la colocación de recursos en favor de certificados de depósito.

(2) Bajo la situación anterior, mientras ciertas entidades tenían que pagar intereses por descubiertos en sus cuentas corrientes, otras entidades mantenían saldos positivos en sus cuentas. Como los intereses pasivos solían ser más elevados que los activos ello se traducía en una pérdida de rentabilidad para el conjunto del sistema de la Seguridad Social.

que se refiere a los gastos, la inversión efectiva coincidió con la prevista, aunque las transferencias corrientes entregadas descendieron respecto a 1977. Las Corporaciones Locales se mantuvieron en equilibrio en 1978, gracias a un mayor endeudamiento con el Banco de Crédito Local y a las mayores aportaciones del Estado. El déficit no financiero, que se preveía fuese de unos 23 m.m. fue superior, ya que el aumento contenido de los gastos de personal fue compensado por el crecimiento del ritmo de compras de bienes y de los gastos de inversión, motivando un crecimiento de los gastos superior al de los ingresos. Para 1979, los cambios introducidos por la reforma fiscal pueden afectar, de forma sustancial, el ritmo recaudatorio de las Corporaciones Locales. La falta de información actualizada o su inexistencia, en muchos casos, hace prácticamente imposible un análisis de la actuación de las Corporaciones Locales y de los organismos autonómicos. A ello ha de sumarse la inexistencia, que se está tratando de evitar, de una regionalización eficaz de los ingresos y gastos de las otras Administraciones Públicas. Sin esa información no será posible evaluar las implicaciones que las distintas opciones sobre la organización territorial española suponen.

El Boletín Informativo del Ministerio de Hacienda ha empezado también a publicar datos de ejecución presupuestaria de los organismos autónomos comerciales e industriales y de las empresas del INI. Por lo que respecta a los primeros, su cobertura (sólo el año 1978) impide la comparación con datos de años anteriores. Tampoco la comparación con las previsiones iniciales resulta adecuada, a causa de la constante variación de estos organismos y del hecho que no todos los organismos rinden la información que publica el Boletín de Hacienda.

5. LOS PRESUPUESTOS INICIALES DEL SECTOR PUBLICO PARA 1979

De acuerdo con lo establecido en la ley General Presupuestaria, el Gobierno remitió a las Cortes, para su aprobación, los presupuestos del Estado, de los Organismos Autónomos Administrativos y los presupuestos resumen de la Seguridad Social que figuran en el apéndice 39 y 40.

Según sus presupuestos iniciales, las Administraciones Públicas tendrán un déficit no financiero en 1979 de 113,9 m.m., que debe ser aumentado en el importe de las dotaciones al fondo de acción coyuntural y de las operaciones extrapresupuestarias del Estado (básicamente las relacionadas con el Crédito Oficial) hasta alcanzar la cifra de 295 m.m. Este déficit se prevé financiarlo con unas emisiones de deuda pública de 70 m.m., con préstamos exteriores por 62 m.m. (22 al Tesoro y 40 al ICO), con emisio-

nes del ICO y las entidades oficiales de crédito de 50 m.m., y con un recurso al Banco de España por un importe de 113 m.m.

La política presupuestaria de las Administraciones Públicas se ha articulado sobre una reducción del ritmo de incremento del gasto, centrada básicamente en los gastos de consumo y en las transferencias, alentando el crecimiento de los gastos de inversión; los ingresos no financieros crecerán menos que en 1978, debido a un menor alza tanto de los impuestos como de las cotizaciones a la Seguridad Social.

5.1. El presupuesto del Estado

Por lo que se refiere al Estado, el presupuesto elaborado inicialmente arroja un déficit no financiero de 129,3 m.m. incluyendo 80 m.m. de un fondo de acción coyuntural. Salvando pequeñas diferencias de grado, el presupuesto para 1979 no rompe la trayectoria de los últimos años, en los cuales, aunque deficitarios presupuestariamente, el alcance del déficit presupuestario ha sido limitado y, en todo caso, insuficiente para introducir cambios significativos en la evolución coyuntural de la economía.

De acuerdo con los presupuestos iniciales de 1978 y 1979 el crecimiento de los gastos no financieros entre ambos años será del 23,3 %. Este porcentaje, que supera el crecimiento nominal del PIB previsto para 1979, acentuaría, en el caso de producirse, el efecto expansivo del presupuesto del año. Ahora bien, tal incremento tiene escaso significado ya que el incremento final del año depende en gran medida de las ampliaciones de créditos que tengan lugar durante el ejercicio, de modo que el 23,3 % no se alcanzará si las ampliaciones en 1979 no crecen en tal porcentaje con respecto a las de 1978. La imprecisión se acentúa en los gastos de inversión y las transferencias, por ser en esas partidas donde se producen primordialmente las ampliaciones presupuestarias, aunque, en todo caso, el presupuesto elaborado originariamente prevé que los gastos de inversión crezcan al mismo ritmo que los de consumo.

Con relación a los ingresos no financieros, el crecimiento previsto entre 1978 y 1979, según los presupuestos iniciales, es del 21,7 %, cifra que se eleva al 24,1 % cuando se compara el presupuesto de 1979 con los ingresos obtenidos en 1978. El cuadro IV-15 muestra la previsión para 1979, según la estructura impositiva que resulta tras las reformas llevadas a cabo, y la comparación, en la medida de lo posible, con el presupuesto inicial y la recaudación de 1978. En el caso de que la evolución esperada de los impues-

tos se aproxime a la recaudación efectiva, cabe afirmar que durante 1979 se acentuará moderadamente la presión fiscal, resultando bastante difícil precisar cómo se verán afectados los distintos estratos de población, según su renta, por esta presión, aunque sí se puede afirmar que los perceptores de rentas modestas tendrán un tratamiento más favorable a partir de ahora, debido a que los tipos del nuevo sistema de retenciones correspondientes a rentas bajas son inferiores al tipo del antiguo impuesto sobre los rendimientos de trabajo personal.

CUADRO IV-15

Estado: Ingresos no financieros

m.m. y porcentajes

	Importe			Tasas de crecimiento	
	1978		1979 Inicial	1979 inicial	1979 inicial
	Inicial	Efectivo		1978 inicial	1978 efectivo
INGRESOS NO FINANCIEROS	1.361,0	1.334,1 (a)	1.655,9	21,7	24,1
Impuestos directos	567,2	588,6	730,2	28,7	24,1
Sobre la renta de las personas físicas	21,5	21,8	285,0	—	—
Sobre la renta de sociedades	103,0	99,8	173,0	—	—
Impuestos de productos extinguidos por supresión (b)			217,0	—	—
Impuestos de productos extinguidos por conversión a impuestos locales (c)	395,6	431,6			
Sobre sucesiones	15,0	13,4	6,2	—	—
Sobre patrimonio	18,0	8,5	14,0	— 22,2	64,7
Otros	14,0	13,5	17,0	21,4	29,9
Impuestos indirectos	590,2	560,5 (a)	693,1	16,4	23,7
Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados	111,5	104,1	133,2	19,5	28,5
Tráfico de empresas	88,0	93,4 (a)	97,5	10,8	6,8
Consumo	205,2	193,5	244,8	19,3	26,5
Especiales	40,5	33,0 (a)	49,5	22,2	50,0
Lujo	154,7	160,5	195,0	18,4	21,5
Monopolios fiscales	40,5	57,2	65,0	60,5	13,7
Tráfico exterior	145,0	114,3	152,5	60,5	33,4
Derechos aduaneros	87,5	66,8	100,0	14,3	49,7
Otros ingresos no financieros	203,6	185,0	232,6	— 9,2	25,7
Tasas y otros ingresos	89,7	65,2	99,6	11,0	52,8
Transferencias corrientes	37,8	42,0	47,2	24,9	12,3
Ingresos patrimoniales	76,1	77,8	85,8	12,7	10,3

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (a) Las cifras de impuestos indirectos se presentan netas, es decir, deduciendo de los ingresos brutos los pagos por desgravación fiscal a la exportación.
- (b) A partir de 1979 quedan suprimidas la cuota proporcional de la Contribución Territorial rústica y pecuaria, la cuota proporcional del impuesto sobre rendimientos del trabajo personal, el impuesto sobre rentas de capital, la cuota por beneficios del impuesto sobre actividades y beneficios comerciales e industriales y el gravamen especial del 4 % sobre la renta de sociedades. Alguno de estos impuestos producirá todavía ingresos en 1979 por obligaciones tributarias de 1978 y años anteriores (por ejemplo, las cuotas del I.R.T.P. del cuarto trimestre de 1978 han ingresado en 1979).
- (c) A partir de 1978 se convierten en impuestos locales la cuota fija de la contribución territorial rústica y pecuaria, la contribución territorial urbana y la licencia fiscal de los impuestos industrial y de rendimientos del trabajo personal. Algunos de estos impuestos producirán todavía ingresos en 1979 por obligaciones tributarias de 1978 y años anteriores.

5.2. El presupuesto de la Seguridad Social

El presupuesto resumen de la Seguridad Social que se recoge en el cuadro IV-16 fue elaborado por los servicios técnicos del Ministerio de Sanidad y Seguridad Social a fines del verano sobre una previsión de ingresos y gastos que se vería rebasada fuertemente al terminar el año. Esta circunstancia, junto con el hecho de que se hayan producido algunas modificaciones sobre los supuestos de estimación, hacen poco útil la comparación tanto de los presupuestos iniciales de 1979 y 1978 (siempre los resultados efectivos difieren fuertemente de las previsiones iniciales) como del presupuesto inicial de 1979 con la estimación de 1978, realizada a mitad de año, y que sirvió para elaborar las previsiones de la Seguridad Social. Por ello, el Servicio de Estudios del Banco de España ha realizado una estimación de los ingresos y gastos efectivos en 1979 en base a la cual, y en relación a los ingresos y gastos efectivos de 1978, se analizan las líneas principales de actuación de la Seguridad Social en 1979.

Durante 1979 la Seguridad Social podrá alcanzar un déficit no financiero de 60 m.m. frente a los 92,5 m.m. del año anterior, que prácticamente cubrirá apelando a los recursos propios de tesorería, ya que las operaciones financieras aparecen prácticamente equilibradas —véase cuadro IV-16.

Como los ingresos corrientes ascenderán a 1.635 m.m. y los gastos corrientes a 1.656 m.m. se producirá un desahorro de 21 m.m. que junto a los 39 m.m. de inversión explican el déficit no financiero.

Dentro de los ingresos corrientes, las cotizaciones aumentarán un 20 %, a mayor ritmo que el crecimiento de los salarios, pero desacelerando unos 6 puntos respecto al año anterior, y las transferencias corrientes del Estado aumentarán un 45 %. Dentro de las prestaciones, las pensiones aumentarán un 30 %, desacelerando fuertemente su ritmo de aumento respecto a 1978. Las prestaciones por desempleo aumentarán 22 m.m. respecto a 1978, alcanzando los 160 m.m. (el presupuesto prevé 145 m.m.). También las prestaciones por incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional rebasarán el importe previsto en el presupuesto —véase cuadro IV-17.

Los gastos en asistencia sanitaria resultan también infravalorados; la presupuestación del coste de los servicios concertados y los de asistencia sanitaria propia parece muy baja. Este año, estos dos tipos de gastos crecerán a ritmos parejos, y en el caso de los de asistencia propia, a ritmo más bajo que el año anterior. Los gastos de farmacia aumentarán muy ligeramente respecto al año anterior y los gastos de inversión sufren una cierta desaceleración respecto a 1978.

Seguridad Social: Presupuesto inicial (a)

m.m. y porcentajes

	Importe				Tasas de crecimiento		
	1978		1979		1979 inicial	1979 inicial	1979 estimado
	Inicial	Estimado	Inicial	Estimado	1978 inicial	1978 estimado	1978 estimado
INGRESOS NO FINANCIEROS ..	1.246,3	1.347,5	1.514,3	1.635,5	21,5	12,4	21,4
Ingresos corrientes	1.246,1	1.347,3	1.514,0	1.635,2	21,5	12,4	21,4
Rentas e inversiones patrimo- niales	3,8	4,0	4,7	4,7	23,7	17,5	17,5
Ingresos por servicios pres- tados	13,5	11,8	15,2	13,5	12,6	28,8	14,4
Recargos sobre productos ..	6,9	6,8	8,7	8,5	26,1	27,9	25,0
Cotizaciones	1.121,7	1.217,0	1.329,4	1.460,1	18,5	9,2	20,0
Contingencias generales ..	—	—	1.226,5	—	—	—	—
<i>Régimen general</i>	—	—	1.084,6	—	—	—	—
<i>Régimenes especiales</i> ..	—	—	141,9	—	—	—	—
Accidentes de trabajo	—	—	102,9	—	—	—	—
<i>Régimen general</i>	—	—	101,2	—	—	—	—
<i>Régimenes especiales</i> ..	—	—	1,7	—	—	—	—
Transferencias corrientes ..	100,2	107,7	156,0	148,4	55,7	45,0	37,8
Del Estado	100,0	102,0	148,4	148,4	48,1	45,5	45,5
Otras	0,2	5,7	7,6	—	—	33,3	—
Ingresos de capital	0,2	0,2	0,3	0,3	50,0	50,0	50,0
GASTOS NO FINANCIEROS (a) ..	1.259,3	1.440,0	1.556,9	1.695,3	23,6	8,1	17,7
Gastos corrientes	1.204,2	1.391,3	1.518,5	1.656,2	26,1	9,1	19,0
Consumo público	326,7	368,0	404,9	425,4	23,9	10,0	15,6
Personal	199,8	231,0	253,6	261,9	26,9	9,8	13,4
Compras de bienes	136,9 (a)	137,0 (a)	151,3 (a)	164,5	10,5	10,4	20,1
Intereses	0,5	0,5	0,5	0,5	—	—	—
Transferencias corrientes ..	877,0	1.022,8	1.113,1	1.230,0	26,9	8,8	20,3
Prestaciones	871,5	1.017,6	1.107,9	1.224,3	27,0	8,8	20,3
Otros	5,5	5,2	5,2	5,7	5,5	—	9,6
Dotaciones para amortización	5,6	6,0	6,3	6,3	12,5	5,0	5,0
Gastos de inversión	49,4	42,7	32,1	32,1	- 35,0	-24,8	-24,8
SALDO NO FINANCIERO	-13,0	-92,5	-42,6	-59,8	-227,7	—	—
Variación activos financieros :	- 0,8	- 6,5	4,2	4,2	625,0	164,6	164,6
Por reducción	17,8	10,9	21,3	21,3	19,7	95,4	95,4
Por incremento	-18,6	-17,4	-17,1	-17,1	6,4	1,7	1,7
Variación pasivos financieros	1,1	- 2,8	- 5,1	- 5,1	-563,6	-82,1	-82,1
Por reducción	- 6,2	- 3,0	- 5,4	- 5,4	12,9	-80,0	-80,0
Por incremento	7,3	0,2	0,3	0,3	- 95,9	50,0	50,0
Tesorería (b)	-12,7	-83,2	-41,7	-58,9	-228,3	—	—

FUENTE: Ministerio de Sanidad y Seguridad Social y Banco de España.

(a) 1978 y 1979 inicial, presupuestos de la Seguridad Social; 1978 y 1979 estimado, Banco de España, en base a avances y datos provisionales de la Seguridad Social.

(a) Se excluye el consumo de medicinas fuera de las instituciones cerradas de la Seguridad Social, que importó 86,0 m.m. en 1978 (53,0 según el presupuesto inicial) y que se estiman en 88,0 en 1979 (previsión inicial 82,0).

(b) Incluye la aplicación de reservas para amortización; (-) indica reducción; (+) incremento.

Seguridad Social: presupuesto inicial (a)

m. m. y porcentajes

	Importe				Tasas de crecimiento		
	1978		1979		1979 inicial	1979 inicial	1979 estimado
	Inicial	Estimado	Inicial	Estimado	1978 inicial	1979 efectivo	1979 efectivo
GASTOS NO FINANCIEROS	1.259,3	1.460,0	1.556,9	1.695,3	26,6	6,6	16,1
Prestaciones económicas	812,3	946,0	1.023,2	1.136,4	26,0	8,2	20,1
Pensiones	495,2	610,1	714,6	793,3	44,3	17,1	28,3
Incapacidad laboral transitoria e invalidez provisional	94,5	98,4	89,0	110,0	- 5,8	- 9,5	11,8
Protección a la familia	63,8	59,6	59,7	59,7	- 6,4	0,2	0,2
Desempleo	145,4	133,0	145,5	160,0	—	9,4	20,3
Otros	13,5	16,9	14,4	14,4	6,7	-14,8	-14,8
Asistencia sanitaria	323,5	400,7	421,4	444,9	30,3	5,2	1,0
Asistencia media con medios propios	185,7	215,0	231,7	240,0	24,8	7,8	11,6
Personal	147,0	176,0	189,2	197,5	28,7	7,5	12,2
Otros	38,7	39,0	42,5	42,5	9,8	9,0	9,0
Asistencia médica con medios ajenos	72,0	85,7	90,8	100,0	26,1	5,9	16,7
Farmacia	58,0	93,0	90,0	96,0	55,2	- 3,2	3,2
En instituciones abiertas y domicilio	53,0	86,0	82,0	88,0	54,7	- 4,6	2,3
En instituciones cerradas	5,0	6,0	8,0	8,0	60,0	14,3	14,3
Otros	7,8	8,0	8,9	8,9	14,1	11,2	11,2
Servicios Sociales	15,4	19,2	13,3	15,0	-13,6	-30,7	-21,9
Gastos Generales	47,7	47,7	54,9	54,9	15,1	15,1	15,1
Gastos Administración	46,7	46,7	53,9	53,9	15,4	15,4	15,4
Gastos Patrimoniales	0,5	0,5	0,5	0,5	—	—	—
Otros gastos	0,5	0,5	0,5	0,5	—	—	—
Transferencias corrientes	5,4	5,7	5,2	5,7	- 3,7	- 8,8	—
Inversiones	55,0	48,7	38,4	38,4	-30,2	-21,1	-21,1
Inversión neta	49,4	42,7	32,1	32,1	-32,0	-24,8	-24,8
Inmuebles y terrenos	35,6	...	22,4	22,4	-37,1	—	—
Instalaciones	3,4	...	3,4	3,4	—	—	—
Mobiliario, vehículos y otro material	10,4	...	6,3	6,3	-39,4	—	—
Amortización	5,6	6,0	6,3	6,3	12,5	5,0	5,0

FUENTE: Ministerio de Sanidad y Seguridad Social y Banco de España.

(a) 1978 y 1979 inicial: Presupuestos de la Seguridad Social; 1978 y 1979 estimado, Banco de España, en base a avances y datos provisionales de la Seguridad Social.

A la vista de estas previsiones puede observarse el intento de continuación de la línea de actuación seguida por la Seguridad Social en 1978. Así, las cotizaciones, para atenuar las presiones sobre los costes empresariales, desaceleran su crecimiento en unos 6 puntos. En los gastos, las pensiones

reducen sustancialmente su ritmo de aumento, abandonándose la tónica de años anteriores de ejercer un cierto papel redistribuidor de la renta a través de ellas; los gastos de consumo público moderan también su ritmo de incremento, y las inversiones caen, en nivel absoluto, a consecuencia de la política de contención del gasto que se intenta articular. En todo caso, como la subvención del Estado se muestra insuficiente, ha de apelarse, aunque en menor cuantía que el año anterior, a las reservas de tesorería.

5.3. Presupuesto de otros Organismos de las Administraciones Públicas

El presupuesto de los Organismos Autónomos Administrativos no muestra variaciones sustanciales respecto a años anteriores. Sus ingresos no financieros se prevé aumenten un 19 %, mientras los gastos lo harán un 27,3 % (1). El déficit no financiero, de unos 11 m.m., es similar al que se preveía inicialmente en 1978. (Véase apéndices 39 y 40.)

Dentro de los ingresos, las transferencias corrientes y de capital del Estado suponen la principal rúbrica de los ingresos, a los que se suman las tasas recaudadas. Mientras las tasas muestran un incremento de alrededor del 23 %, frente a la cifra prevista para el año anterior, decrecen sustancialmente respecto a lo recaudado por este concepto en 1978. Las transferencias corrientes recibidas muestran un ritmo más rápido de aumento que las de capital.

Por lo que se refiere a los gastos, tanto los de consumo como los de inversión aumentan sustancialmente. Dentro de los gastos de consumo son los de personal los que sufren más rápido aumento, explicable por la ampliación de plantillas mucho más que por los aumentos de salarios, que serán similares a los de los funcionarios del Estado; los gastos de inversión crecen más moderadamente.

Las Corporaciones Locales preveían en 1979 una rápida recuperación de su ritmo de ingresos, especialmente de los ingresos impositivos, como consecuencia de las participaciones en impuestos estatales, de los impuestos de producto que les han sido transferidos, en el marco de la reforma fiscal, y de los resultados de sus, hasta ahora, únicos impuestos propios.

Los gastos crecen también sustancialmente, aunque centrados únicamente en los gastos de consumo, donde los aumentos previstos son elevados

(1) Ha de tenerse en cuenta que en el presupuesto de 1979 figuran dotaciones para nuevos organismos autónomos creados a lo largo de 1978.

tanto en personal como en compras de bienes; por el contrario, el aumento previsto en los gastos de inversión es sólo de un 14 %, el más bajo de todas las Administraciones Públicas.

La política presupuestaria de las Corporaciones Locales se verá fuertemente afectada en 1979 por la reforma de la estructura institucional y por la aprobación de la nueva ley de Finanzas Locales. Quizá ello permita alterar la situación actual, en la que el bajo ritmo de crecimiento y la insuficiencia de los ingresos propios obliga a depender en grado creciente de las transferencias estatales y del endeudamiento crediticio. Ello no permite cubrir adecuadamente las necesidades de estos entes, que se han visto obligados, ante la perentoriedad de cubrir sus gastos de personal, a atenuar las compras de bienes y las inversiones —causa del bajo nivel de atención y equipamiento de muchos municipios españoles—, sin que ello haya impedido que se incurra en déficits persistentes, que han sido cubiertos parcialmente con la concesión de créditos del Banco de Crédito Local, destinados a liquidar deudas. Aun así, puede estimarse que el endeudamiento en 1978 rebasó los 50 m.m. y que en 1979 superará los 100 m.m.

Respecto a los entes preautonómicos sólo puede apuntarse el fuerte aumento previsto en las transferencias del Estado a esos organismos, ya que no se dispone de información estadística de sus presupuestos de funcionamiento en 1979.

CAPITULO V

LA POLITICA MONETARIA

El esquema a que responde este capítulo sigue siendo, en sus líneas generales, el de Informes precedentes, con pequeños cambios que se describen a continuación. En el epígrafe 1 se examinan los objetivos de la política monetaria desarrollada a lo largo de 1978, mientras que en el epígrafe 2 se exponen los rasgos esenciales de la evolución monetaria reciente, incluyendo un análisis del activo del sistema bancario que en el Informe precedente se relegó a un epígrafe posterior. Los epígrafes 3 y 4 tratan, de nuevo, de los objetivos de la política monetaria, pero ya con referencia pormenorizada a las actuaciones del Banco de España relativas a su instrumentación a través del control de los activos líquidos. El análisis finaliza en el epígrafe 5, donde se expone la evolución del proceso de expansión bancaria en respuesta a todos los elementos que lo condicionan y que, en su mayoría, han quedado expuestos en los epígrafes anteriores. No concluye aquí, sin embargo, el capítulo, pues, a modo de apéndice, figura un epígrafe 6 en el que, por su importancia en los actuales momentos, se discuten dos temas generales: el de los objetivos de política monetaria alternativos al control de la cantidad de dinero y el de las interrelaciones entre éste y la balanza de pagos.

1. LOS OBJETIVOS DE LA POLITICA MONETARIA

El objetivo fundamental de la política monetaria consistió en 1978 en asegurar un ritmo de crecimiento de las disponibilidades líquidas (M_3) del 17 %, que, desde un punto de vista puramente formal, no suponía ninguna ruptura con la política monetaria de los años precedentes. Conviene recordar que el criterio inspirador de la política monetaria en los años anteriores había sido proseguir un curso medio que se sabía no podía llevar a una desaceleración del proceso inflacionista —aunque tampoco permitía una aceleración incontrolada del mismo— y que se esperaba no contribuyera a exacerbar la caída del ritmo de actividad y la tendencia al alza de las cifras de paro. Esa política, cuyo análisis más detallado ya se presentó en el Informe anterior (1), había estado motivada esencialmente, a lo largo del período 1974 —primera mitad de 1977, por la ausencia de una clara formulación de prioridades en los objetivos de la política económica y de una instrumentación amplia y ambiciosa de ésta.

(1) Véase Informe de 1977, pp. 185-187.

Ello explica que, pese a las apariencias de continuidad, la política monetaria de 1978 contuviera en realidad elementos claramente diferenciadores del pasado, pues se formuló y desarrolló en el contexto de un ambicioso programa, por el que el Gobierno procedió a establecer prioridades y a diseñar un cuadro amplio de actuaciones de política económica. Estas se iniciaron con la depreciación de la peseta en julio de 1977 y una sustancial reforma de la regulación del sistema financiero, para adquirir las dimensiones de un programa más amplio y coherente en los Acuerdos de la Moncloa, firmados en octubre de dicho año. Estos Acuerdos ya fueron objeto de análisis en el Informe anterior por lo que hace referencia a sus implicaciones para la política monetaria en los meses finales de 1977 e iniciales de 1978, pero puede ser útil verlos ahora de nuevo a la luz de los problemas del conjunto del año 1978 y de los resultados alcanzados en el mismo.

Por lo que se refiere a la política monetaria, los Acuerdos precisaban que: «Se moderarán los ritmos de avance de las magnitudes monetarias para contribuir a una desaceleración progresiva del proceso inflacionista. En este propósito, se mantendrá durante 1978 una senda de crecimiento monetario cuyo punto medio se aproximará al 17 % de aumento anual». La moderación prevista no resultaba despreciable, puesto que el ritmo de crecimiento alcanzado por las disponibilidades líquidas en 1977 fue del 19,3 %, si se mide entre fin de 1977 y fin de 1976, y de 19,6 %, si se mide entre la media de 1977 y la media de 1976, e indicaba la asignación de una relativa prioridad al tema de la lucha contra la inflación. Esto quedaba ratificado también por la otra gran novedad de los Acuerdos, que era una política por la que el crecimiento en 1978 de la masa salarial iba a situarse en torno a cifras del 22 %, frente al 27 % alcanzado de hecho en 1977. Este último elemento era también el que impartía a la política monetaria de 1978 un carácter diferencial con el pasado, ya que, por vez primera en varios años, se recurría a un instrumento específicamente diseñado para atacar, a través de los salarios, el ritmo de inflación. De este modo, se esperaba que la desaceleración monetaria no se tradujera en una caída comparable del ritmo de actividad, sino en una reducción modesta de la misma y en una desaceleración apreciable del ritmo de inflación.

Del examen del cuadro V-1, en el que se recogen, para algunas magnitudes clave, la evolución efectiva de 1977, las previsiones para 1978 incorporadas —formal o informalmente— a los Acuerdos de la Moncloa y los resultados efectivos de este último año, se deducen varias conclusiones que permiten situar los objetivos de la política monetaria en la adecuada perspectiva. Los grandes éxitos del programa económico se encontraron en la evolución de los precios y en la balanza de pagos. La comparación de las columnas 2 y 3 revela cómo, en efecto, el crecimiento de los precios coincidió con el pre-

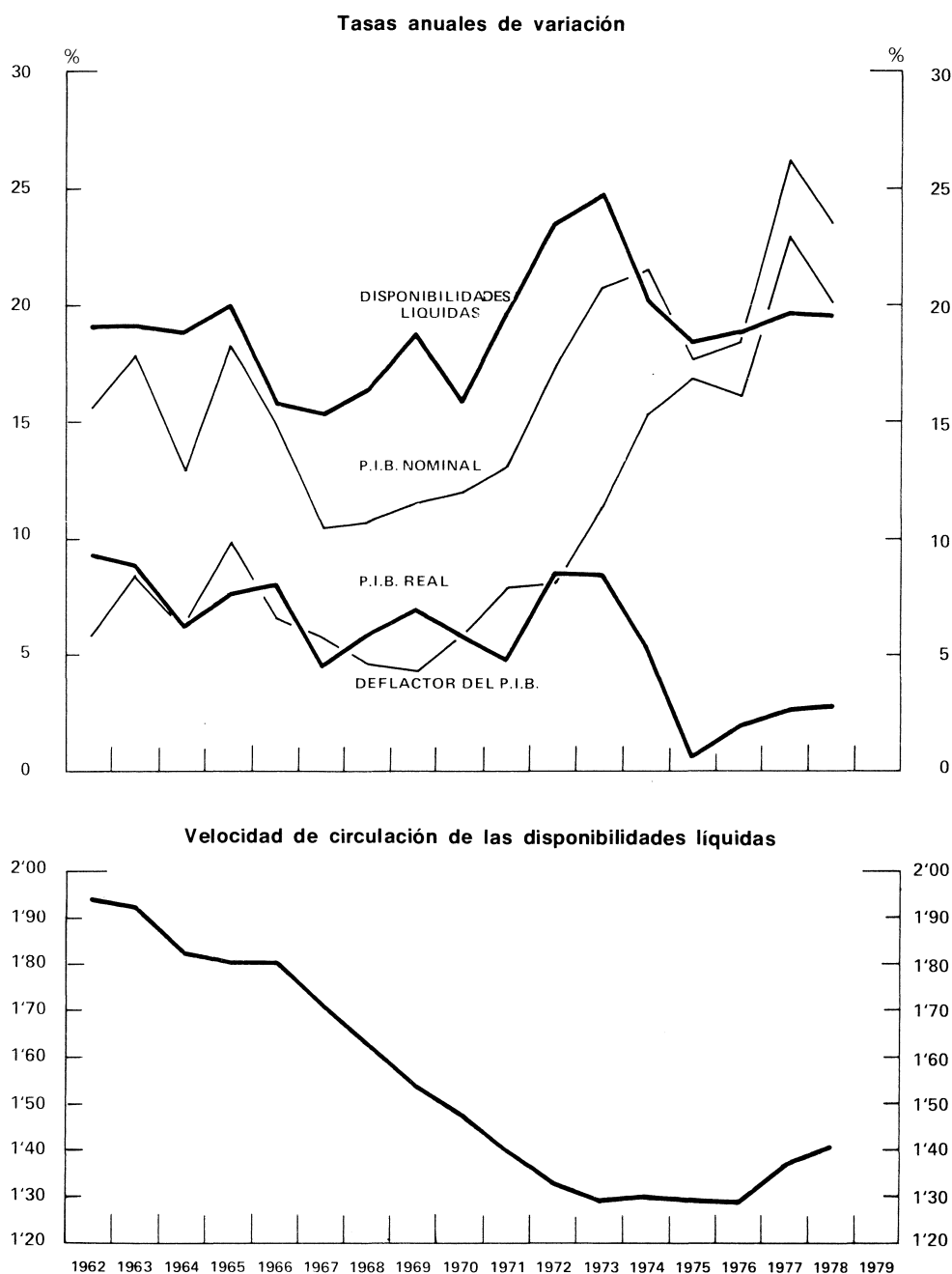
La política monetaria y las principales variables macroeconómicas

	Resultados de 1977	Previsión para 1978 (Acuerdos de la Moncloa)	Resultados de 1978
PIB nominal (a) (f)	26,2	21,4	23,5
PIB real (a) (f)	2,6	1,1	2,8
Explicado por:			
<i>Demanda interior (b)</i>	0,2	-0,6	0,3
<i>Demanda exterior (b)</i>	2,4	1,7	2,5
PIB real a coste de factores (c)	0,1	—	3,3
Deflactor de precios del PIB (a)	23,0	20,1	20,1
Precios de consumo (d)	26,4	—	16,5
Masa salarial bruta (a)	27,0	22,0	23,0
Renta personal disponible (a)	23,0	21,2	22,8
Incremento del paro (e)	133.000	100.000	251.000
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS M_3 :			
Media anual (a) (f)	19,6	17,7	19,5
Fin de año (d)	19,3	17,0	20,1
Velocidad de circulación de M_3 (f)	1,37	1,41	1,41
Crecimiento real de M_3 (g)	-3,0	-2,0	0,0

- (a) Tasa de crecimiento entre el total o la media del año e igual cifra del año precedente.
(b) Contribución a la tasa de crecimiento del PIB real, es decir, tasa de crecimiento de esta magnitud ponderada por su importancia dentro del PIB.
(c) Tasa de crecimiento entre el cuarto trimestre del año y el cuarto trimestre del año precedente.
(d) Tasa de crecimiento entre la cifra de diciembre del año e igual cifra del año anterior.
(e) Miles de personas.
(f) Véanse definiciones y series más largas en el cuadro V-2.
(g) Tasa de crecimiento de M_3 (más 100) dividida por tasa de crecimiento del deflactor del PIB (más 100).

visto, debido fundamentalmente al éxito de la política de rentas, que se tradujo en una evolución de la masa salarial y de la renta personal disponible que superó en muy poco los objetivos marcados. La mejora de la balanza de pagos también queda recogida en esa comparación a través de una contribución de la demanda exterior al crecimiento real del PIB muy importante en términos absolutos y netamente superior a la previsión incorporada en el programa económico. Como resultado de ello, pero también de una caída de la demanda interior inferior a la prevista, el PIB nominal se desvió en casi dos puntos al alza sobre la previsión inicial. Estos fenómenos han sido ya analizados con detalle en los capítulos II y III, respectivamente. En cambio, el paro se incrementó en más del doble de la cifra prevista y el crecimiento de las disponibilidades líquidas superó apreciablemente los objetivos iniciales. La aceleración del aumento del paro y la desviación al alza en los objetivos monetarios son dos confirmaciones indirectas de que el programa de la Moncloa asignó de hecho una gran prioridad a la lucha contra la inflación e impuso a la política monetaria un curso bastante restrictivo.

Disponibilidades líquidas y producto interior bruto (a)



(a) Basado en el cuadro V-2.

Disponibilidades líquidas y producto interior bruto

	Disponibilidades líquidas (a) (m. m.)	PIB precios corrientes (b) (m. m.)	Tasas de variación de las disponibilidades líquidas (a)	Tasas de variación del PIB (b)			Relación PIB Disponibilidades (velocidad de circulación) $7 = 2 \div 1$
				A precios corrientes	A precios constantes	Deflactor implícito del PIB	
	1	2	3	4	5	6	7
1962	479,2	929,2	19,1	15,6	9,3	5,8	1,94
1963	570,9	1.096,4	19,1	18,0	8,8	8,5	1,92
1964	678,5	1.237,8	18,8	12,9	6,2	6,3	1,82
1965	814,3	1.464,3	20,0	18,3	7,6	9,9	1,80
1966	934,2	1.683,9	15,8	15,0	7,9	6,6	1,80
1967	1.088,2	1.860,7	15,4	10,5	4,5	5,7	1,71
1968	1.266,2	2.059,8	16,4	10,7	5,8	4,6	1,63
1969	1.503,8	2.298,7	18,8	11,6	7,0	4,3	1,53
1970	1.741,7	2.574,5	15,8	12,0	5,8	5,9	1,48
1971	2.084,8	2.911,2	19,7	13,1	4,8	7,9	1,40
1972	2.574,7	3.417,4	23,5	17,4	8,5	8,2	1,33
1973	3.213,0	4.128,9	24,8	20,8	8,4	11,4	1,29
1974	3.866,0	5.021,9	20,3	21,6	5,3	15,5	1,30
1975	4.577,7	5.909,7	18,4	17,7	0,6	17,0	1,29
1976	5.414,3	6.999,4	18,8	18,4	2,0	16,1	1,29
1977	6.467,2	8.831,1 (c)	19,6	26,2	2,6	23,0	1,37
1978	7.728,7	10.905,8 (c)	19,5	23,5	2,8	20,1	1,41

(a) Hasta 1966, media de los doce saldos mensuales del año y del saldo de diciembre del año anterior. A partir de 1967, media anual de cifras diarias. Desde el mes de abril de 1976, la serie no incluye los depósitos de las cooperativas de crédito en la banca. Las tasas de variación correspondientes a los años 1976 y 1977 han sido obtenidas mediante un solapamiento adecuado de las series. Véanse notas al cuadro V-3.

(b) A precios de mercado. Las cifras correspondientes a los años 1962 a 1969 se han enlazado con la nueva serie oficial de contabilidad nacional de los años 1970-1976 mediante un factor elevador estimado a partir de la comparación de las dos series en el año 1970.

(c) Estimaciones del Banco de España.

La realidad es que ese curso restrictivo estaba implícito en las propias cifras del pacto de la Moncloa, ya que un crecimiento medio de las disponibilidades líquidas del 17,7 % (coherente con el 17 % entre fines de año) era una cifra bastante baja para un aumento previsto del PIB nominal del 21,4 %. La diferencia entre esas cifras era comparable a la que ya había existido en 1977 e implicaba que, como en aquel año, en 1978 se tenía que producir un incremento de las tensiones financieras y un nuevo aumento de la velocidad de circulación del dinero, en contra de la tendencia histórica a la caída de esta magnitud. Este aumento, como revelan los cuadros V-1 y V-2 y el gráfico V-1, se produjo efectivamente, pues las desviaciones al alza en el PIB nominal y en las disponibilidades líquidas no eliminaron, sino que mantuvieron, el diferencial planeado entre el crecimiento de las dos variables. Como era de esperar, el año transcurrió en general en un clima de tensión en todos los mercados financieros, al igual que ya había ocurrido en 1977, y la superación de los objetivos monetarios iniciales se produjo conscientemente —dentro, sin embargo, de los márgenes de discreción previstos en los propios Acuerdos de la Moncloa, de los que más adelante se hablará y

en una forma que se expondrá en detalle en el epígrafe 3— como respuesta a esas tensiones y a la evidencia de que el ritmo de actividad se desenvolvía con más fuerza que la inicialmente prevista.

Mediante otro planteamiento algo distinto se llega a conclusiones muy parecidas. Si se deflacta la cifra de crecimiento de las disponibilidades líquidas con el propio deflactor del PIB, para obtener una medida del crecimiento monetario en términos reales, se observa —véase cuadro V-1— que ese crecimiento fue en 1977 negativo en una cifra del orden del 3,0 % y que las previsiones de los Acuerdos de la Moncloa suponían otra cifra negativa del 2 %, confirmándose así el carácter restrictivo de la política monetaria planeada. La revisión de objetivos monetarios hizo que el resultado efectivo del año 1978 no fuera tan restrictivo, pero la mejora no pasó de sustituir el crecimiento negativo previsto por los Acuerdos de la Moncloa por un crecimiento prácticamente igual a cero.

Al adoptarse los Acuerdos de la Moncloa existía, sin embargo, conciencia de que los objetivos adoptados para la política monetaria no podían definirse de forma muy rígida y de ahí que, por vez primera, se fijara una banda de fluctuación del ritmo de expansión de las disponibilidades líquidas, definida por un margen de 2,5 puntos porcentuales en torno al objetivo central del 17 %. Esta previsión es la que permitió la revisión al alza de los objetivos efectivamente instrumentados, que tuvo lugar en la segunda mitad del año, pues en la primera esa instrumentación se articuló de forma bastante estricta en torno al objetivo central del 17 %. Todo este proceso se analizará con más detalle en el epígrafe 3 siguiente, pero lo expuesto da pie a un examen más general de los problemas originados por la forma en que se fijaron los objetivos de la política monetaria en 1978.

Como es sabido, y se hizo patente en Informes anteriores, el Banco de España venía formulando desde tiempo atrás un objetivo cuantitativo de crecimiento de las disponibilidades líquidas, y lo hacía además del mismo modo en que se hizo en los Acuerdos de la Moncloa, es decir, señalando una tasa de crecimiento anual que, a efectos operativos, se traducía a una tasa de crecimiento a más corto plazo: intermensual a efectos de decidir las intervenciones en el mercado monetario e intertrimestral a efectos de juzgar el grado de desviación entre objetivos y realidad. Estos objetivos no eran sólo objeto de anuncio a posteriori, sino que, de forma más o menos informal, se hacían públicos prácticamente al mismo tiempo que se formulaban. Hasta aquí, los Acuerdos de la Moncloa coincidían con las anteriores prácticas del Banco de España. Pero estos Acuerdos supusieron, en este campo, un importante cambio respecto al pasado, en tres sentidos.

En primer lugar se introducía como novedad la ya comentada banda de fluctuación, innovación muy deseable, por más que en torno a ella surgieran ambigüedades. En efecto, para el Banco de España, la banda era esencialmente el reconocimiento de una tesis que siempre había defendido, a saber, que es imposible asegurar el logro a muy corto plazo de los objetivos perseguidos, cumplimiento que, en cambio, es relativamente factible en un horizonte de varios meses. Desde esa óptica, la banda tenía como fin fundamental aceptar la existencia de desviaciones a corto plazo debidas a la relativa imprecisión del control monetario y servir de guía para evaluar debidamente el éxito o el fracaso de éste; la banda no era, en cambio, el instrumento que abría la puerta para arbitrar cambios pequeños de objetivos, que deberían, por el contrario, concretarse cada vez mediante cambios de la senda central y de su correspondiente banda de fluctuación. Esta tesis venía avalada, por lo demás, por el hecho de que a la hora de instrumentar las intervenciones es inevitable tener como guía una cifra concreta de disponibilidades líquidas. Por el contrario, para muchos de quienes analizaron los Acuerdos de la Moncloa, la banda significaba una autorización de principio para revisar, dentro de ciertos límites, los objetivos realmente perseguidos, tesis que, por supuesto, implicaba suponer, en contra de la verdad, que el Banco de España podía situar el crecimiento de las disponibilidades líquidas al nivel deseado con una precisión matemática. El debate de los temas monetarios a lo largo de 1978 estuvo muy influido por esta ambigüedad, que acabó resolviéndose en favor de la segunda alternativa, no porque fuera más válida sino por otro aspecto de los Acuerdos de la Moncloa que se verá un poco más adelante.

La segunda novedad de los Acuerdos de la Moncloa consistió en dotar al anuncio de los objetivos de la política monetaria de una solemnidad de la que habían carecido en el pasado. En principio, ésta era otra iniciativa favorable, ya que la filosofía que inspira el anuncio de los objetivos de la política monetaria es introducir un elemento cierto en la formulación de las expectativas de todos los sujetos económicos y eso se consigue más fácilmente cuanto más relieve se de a ese anuncio. Así, es muy posible que el anuncio de un proceso de desaceleración monetaria hecho a través de los Acuerdos ejerciera, de por sí, un efecto positivo en la moderación del ritmo de inflación que siguió a los Acuerdos.

La tercera novedad de los Acuerdos comprometió en buena medida los efectos ventajosos de las otras dos innovaciones que se acaban de comentar. Se trata de la incorporación de los objetivos monetarios a un pacto que era esencialmente político y en el que la aceptación de aquéllos por los partidos políticos apareció como una contrapartida más a toda una serie de compromisos, económicos y políticos, del Gobierno. Ello llevó a que el se-

guimiento del éxito en el logro de ese objetivo se convirtiera en un tema político, con la consiguiente influencia en la instrumentación de la política monetaria, y que la eventual revisión de los objetivos no pudiera hacerse en función de sus propios méritos y sin involucrar la revisión de otros objetivos de los Acuerdos. Este problema potencial hubiera sido menos grave si los objetivos se hubieran referido a un período corto o si su eventual revisión ante cambios justificados de las circunstancias económicas se hubiera incorporado explícitamente a los Acuerdos. Pero los objetivos se fijaron con carácter anual y, al margen de la fijación de la banda de fluctuación, con el problema interpretativo ya mencionado, no se previó su posible modificación en el curso del año.

Como se verá más adelante, la evolución monetaria fue tal que la revisión de objetivos se impuso finalmente por la propia fuerza de los hechos y se realizó interpretando la banda de fluctuación como base suficiente para admitir ese cambio sin incumplimiento formal de los Acuerdos de la Moncloa.

En cuanto a los objetivos de la política monetaria en 1979, ya se ha tratado de ellos en el epígrafe 5.1. del capítulo II, y aquí sólo resta añadir que, en su formulación técnica se intentó corregir el exceso de rigidez que se apreció en 1978. Ello se vio facilitado por el hecho de que esta vez el diseño de la política monetaria no fue objeto de un acuerdo político, como lo fuera en 1978, sino una manifestación de intenciones por parte del Gobierno. El carácter menos solemne del compromiso contraído mediante el anuncio de los objetivos de la política monetaria no perjudicaba necesariamente a los aspectos positivos de esa declaración, y a cambio dejaba un indispensable margen de flexibilidad para una revisión de los mismos si las circunstancias lo aconsejaban. Pero, además, los objetivos se formularon esta vez de forma más flexible, ya que, junto a la previsión para todo el año, se formuló otra —en principio coherente con la anterior— para el primer semestre del año, contando con una reconsideración posible, a mediados de año, de los objetivos del segundo semestre y, por tanto, de los anuales. Por lo demás, la eventual revisión de los objetivos en cualquier otro momento, de justificarlo las circunstancias económicas generales, no tenía que chocar con ningún obstáculo fundamental. Siempre dentro del plano técnico, hubo otros dos cambios en la formulación de objetivos, referentes a la transformación del objetivo inicial —medido, en relación al PIB nominal, por el crecimiento medio interanual— en una senda de crecimiento en el curso del año. A diferencia del pasado, en que las desviaciones respecto al objetivo se midieron en base a la tasa intertrimestral (T^3) de crecimiento de las disponibilidades, ahora se estableció que se medirían a través de la tasa (equivalente anual) de crecimiento acumulativo a partir de una fecha. Y, para no introducir rup-

turas, se estableció que el punto de partida sería la media móvil trimestral de las disponibilidades líquidas correspondiente al cuarto mes anterior al inicio del período de referencia (media de agosto, septiembre y octubre de 1978, en el caso del primer semestre de 1979). La idea de una banda de fluctuación se mantenía; pero medida de forma acumulativa, al igual que la senda central. Los márgenes de la banda se fijaron mediante dos sendas, medidas de análoga forma, pero con tasas de crecimiento acumulativas que diferían en ± 2 puntos de la utilizada para la senda central. Pese a las apariencias, esa nueva banda es muy distinta de las anteriores, ya que, en primer lugar, su amplitud absoluta crece en el transcurso del tiempo y, en segundo lugar, deja márgenes para la fluctuación de las tasas intertrimestrales más amplios que la banda utilizada en 1978. Lo primero obliga a redefinir la banda con frecuencia —al menos semestralmente— y se liga con la conveniencia de revisar periódicamente la senda central. Lo segundo es otra expresión del deseo de flexibilizar una formulación tan rígida como la de 1978. Todo esto no afectó a la instrumentación de la política monetaria, que siguió reposando en el sistema, ya descrito, de definir unos objetivos instrumentales mediante una senda única de tasas intermensuales de variación de las disponibilidades líquidas, coherente con los objetivos a medio plazo y en función de la evolución monetaria reciente.

No puede cerrarse este epígrafe dedicado a los objetivos de la política monetaria en 1978 y 1979 sin aludir a una polémica que ha ido tomando cuerpo en los últimos meses, relativa a la validez de un objetivo como las disponibilidades líquidas frente a otros objetivos alternativos, como serían los tipos de interés, por un lado, o la financiación al sector privado, por otro, por no mencionar otro objetivo, propuesto ya desde fechas más antiguas, como es el del llamado «crédito interno». El ímpetu que ha tomado esa polémica se debe, sin embargo, a muy determinados aspectos que presentó, a lo largo de 1978, la evolución de los tipos de interés o de la financiación al sector privado. Por ello, aunque signifique romper la sistemática de este capítulo conviene aplazar el análisis del tema, al que, por su importancia, se le dedica un epígrafe especial al final de este capítulo. En él se tratará, además, de otro problema más amplio, como es el de las posibilidades de desarrollo de una política monetaria interior de carácter más restrictivo que la practicada por el resto del mundo y de las implicaciones del tema para la vertiente exterior de la política monetaria, es decir, para la política de tipo de cambio y de control de los movimientos de capital con el exterior.

2. PRINCIPALES RASGOS DE LA EVOLUCION MONETARIA

El crecimiento de las disponibilidades líquidas, medido a través de las medias anuales de cifras diarias (véase cuadro V-3), alcanzó en 1978 un

Evolución de las disponibilidades líquidas y de sus principales componentes

	Disponibi- lidades líquidas (a)	Efectivo en manos del público	Depósitos del Banco de España	Depósitos del sistema bancario		
	1 = 2 + 3 + 4	2	3	Total (a) 4 = 5 + 6	Banca (a) 5	Cajas 6
Medias anuales de datos diarios en m. m.						
1968	1.266,2	194,8	5,8	1.065,6	718,4	347,2
1969	1.503,8	216,8	5,3	1.281,7	857,2	424,5
1970	1.741,7	236,1	6,7	1.499,0	987,4	511,5
1971	2.084,8	258,3	7,9	1.818,5	1.187,8	630,8
1972	2.574,7	289,3	11,6	2.273,8	1.496,7	777,1
1973	3.213,0	335,7	12,0	2.865,4	1.916,8	948,6
1974	3.866,0	386,0	9,8	3.470,1	2.336,1	1.134,0
1975	4.577,7	455,7	11,9	4.110,1	2.730,7	1.379,4
1976	5.414,3 (b)	530,3	16,2	4.867,9 (b)	3.191,5 (b)	1.676,3
1977	6.467,2	643,2	17,5	5.806,4	3.771,5	2.034,9
1978	7.728,7	812,2	19,1	6.897,4	4.454,4	2.443,0
Tasas de variación						
1969	18,8	11,3	...	20,3	19,3	22,3
1970	15,8	8,9	...	17,0	15,2	20,5
1971	19,7	9,4	...	21,3	20,3	23,3
1972	23,5	12,0	...	25,0	26,0	23,2
1973	24,8	16,0	...	26,0	28,1	22,1
1974	20,3	15,0	...	21,1	21,9	19,5
1975	18,4	18,1	...	18,4	16,9	21,6
1976	18,8 (c)	16,4	...	19,1 (c)	17,8 (c)	21,5
1977	19,6 (c)	21,3	...	19,5 (c)	18,5 (c)	21,4
1978	19,5	26,3	...	18,8	18,1	20,1

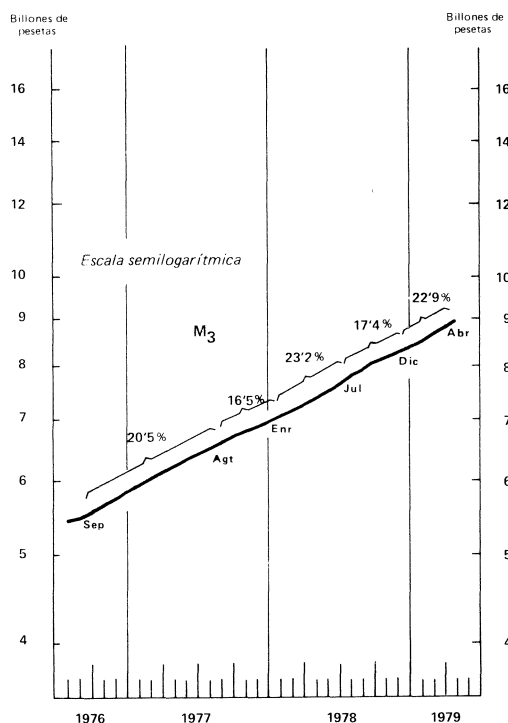
- (a) Las cifras de disponibilidades líquidas, depósitos del sistema bancario y depósitos de la banca responden a una definición que difiere ligeramente de la utilizada en el pasado, por haberse excluido las cifras de depósitos de ahorro del emigrante.
- (b) Estas cifras medias se basan en series diarias que incluyen, hasta final de marzo de 1976, los depósitos de cooperativas de crédito en la banca, excluidos a partir de entonces. A efectos del cálculo de las tasas de variación de los años 1976 y 1977 se han estimado las cifras medias resultantes de incluir y excluir, respectivamente, en todo el año los datos de cooperativas. Dichos datos son: 5.440,4 y 5.405,4 para las disponibilidades, 4.894,0 y 4.859,0 para el total de depósitos y 3.217,6 y 3.182,6 para los depósitos de la banca.
- (c) Véase nota (b).

19,5 %, es decir, una cifra sensiblemente igual a la de los cuatro años precedentes. La variación de esta magnitud, medida a partir de los saldos de diciembre de cada año, arroja para el año 1978 un crecimiento del 20,1 %, cifra que de nuevo es semejante a la de los años anteriores y no difiere de la medición antes expuesta. Pero estos datos anuales resultan, en el caso de 1978, poco reveladores de una evolución que se caracterizó en realidad por un perfil desigual a lo largo del año. La tasa intertrimestral de crecimiento de las disponibilidades líquidas (T^3), que desde finales de 1974 hasta el tercer trimestre de 1977 inclusive se había mantenido muy estable, oscilando entre un mínimo del 17,3 % y un máximo del 21,4 % entró, a partir del cuarto trimestre de 1977, en lo que parecería ser una nueva fase de fluctua-

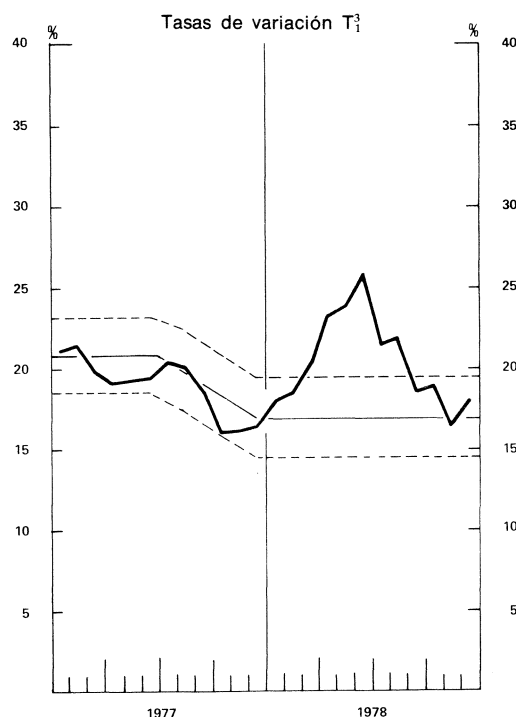
GRAFICO V-2

GRAFICO V-3

Evolución de las disponibilidades líquidas (0, *)



Disponibilidades líquidas. Objetivos y evolución efectiva (0, *)



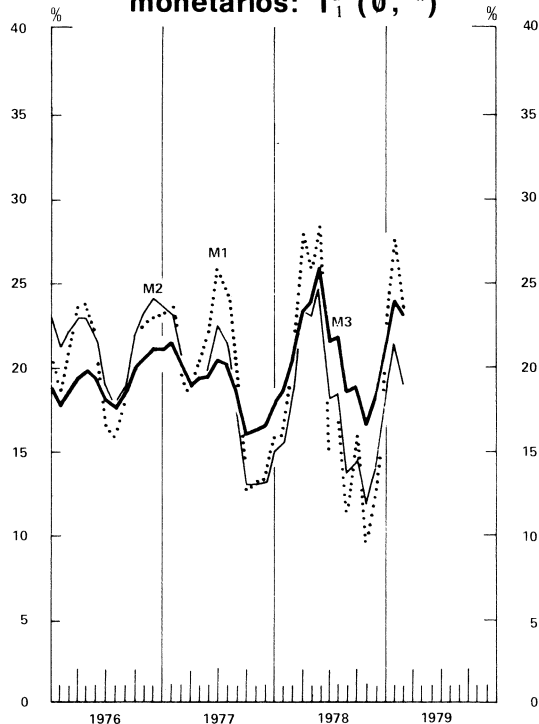
ciones, de la que pueden dar muestra un mínimo del 16,0 % en octubre de 1977 y un máximo del 25,8 % en junio de 1978. Tras un crecimiento en los meses finales de 1977 a un ritmo medio del 16,5 %, el crecimiento de las disponibilidades se aceleró entre enero y julio de 1978 a un crecimiento medio del 23,2 % (véase gráfico V-2), para entrar en los meses finales del año en una fase de crecimiento medio del 17,4 %, que daría paso a una nueva aceleración en los primeros meses de 1979 a un ritmo medio del 22,3 %. Esta forma de expresar las variaciones a lo largo del año resulta también algo simplificadora, pues como revela el gráfico V-3 la primera mitad del año 1978 se caracterizó por un crecimiento progresivamente acelerado de las disponibilidades, hasta alcanzar en los meses centrales del mismo el ya citado máximo del 25,8 %, cifra que no se conocía desde el año 1973. A este máximo siguió, en la segunda mitad del año, una fase de desaceleración cuyo mínimo se situaría en el mes de diciembre, seguida, a su vez, de forma relativamente brusca, por una nueva aceleración en los primeros meses de 1979. En el gráfico V-3 donde se compara ese perfil con el

objetivo central y las bandas de fluctuación programados en los Acuerdos de la Moncloa, destaca más, si cabe, esta desigual evolución a lo largo del año.

Las disponibilidades líquidas (M_3) constituyen la definición de la cantidad de dinero en torno a la cual gira la política monetaria española, pero, aunque otras definiciones alternativas no desempeñen un papel tan importante, su evolución es seguida con atención por las autoridades y conviene describirla aquí. En el gráfico V-4 se presenta, así, junto a la evolución de M_3 , la de la oferta monetaria —efectivo más depósitos a la vista o M_1 —, que es la definición más restringida, y la de otra definición intermedia, o M_2 , formada por M_1 más los depósitos de ahorro (1). La evolución en 1978 de esas dos magnitudes no ha hecho más que confirmar dos rasgos que, con pocas excepciones, se venían manifestando desde tiempo atrás. Uno es la semejanza entre la evolución de M_1 y M_2 , cuyo parecido es mayor que el que ambas tienen con la de M_3 , atestiguándose así el carácter de los depósitos de ahorro como instrumento próximo a los depósitos a la vista y cuya evolución responde, en líneas generales, a los mismos factores que éstos. Otro es que la evolución de M_1 y M_2 no es a largo plazo muy distinta de la de M_3 , difiriendo en una mayor intensidad de sus ciclos, que reflejaría básicamente los desfases en un proceso de ajuste entre la evolución del total de disponibilidades y la evolución de su distribución entre los distintos instrumentos que integran su definición y, desde luego, la mayor estabilidad en la evolución de los depósitos a

GRAFICO V-4

Evolución de los agregados monetarios: T_1^3 (0, *)



Véase, en cuanto a la definición y cálculo de estos conceptos, el texto.

(1) Los datos de M_3 se basan en medidas mensuales de datos diarios. Como no existen datos diarios de depósitos a la vista, de ahorro y a plazo, para obtener datos comparables de M_1 y M_2 se han estimado medias mensuales de los depósitos a la vista y de los depósitos a plazo, respectivamente, como semisuma de los datos de fin de mes. Conviene recordar, por otra parte, que al nivel de tasas de variación entre medias trimestrales, las diferencias entre los resultados obtenidos a partir de datos de fin de mes y de datos medios diarios no son, para las magnitudes en las que existe esa doble información, muy considerables.

plazo. La semejanza en la evolución tendencial a largo plazo entre las tres definiciones de la cantidad de dinero y sus diferencias a más corto plazo plantean cuestiones importantes. En la medida en que aquella evolución tendencial sea la relevante para medir el impacto de la política monetaria sobre las variables reales, resulta relativamente indiferente cuál de las definiciones se adopte. Existen, sin embargo, razones para pensar que no se pueden ignorar las fluctuaciones a más corto plazo, lo que llevaría a la necesidad de optar por una u otra de las definiciones. Por desgracia, el conocimiento disponible sobre el tema en el caso español es insuficiente, y se hace difícil, por el momento, pronunciarse claramente por una u otra variable. Dados los problemas que supondría el control de M_1 y M_2 , esto explica que el énfasis de la política monetaria española siga recayendo sobre M_3 .

Volviendo a la evolución de las disponibilidades líquidas y dejando para los epígrafes 3 y 5 una explicación detallada del porqué de la misma, el cuadro V-3 muestra la evolución de los distintos componentes de aquella magnitud. En él destaca, al igual que ya había ocurrido en el año 1977, el rápido crecimiento del efectivo en manos del público, que mostró por segundo año consecutivo una aceleración significativa frente a la situación, normal en el pasado, de un crecimiento varios puntos porcentuales por debajo del de las disponibilidades. Su incremento alcanzó en 1978 la cifra de 26,3 %, es decir, casi 7 puntos porcentuales más que el crecimiento de las disponibilidades líquidas (19,5 %). Como revela el gráfico V-5, este anómalo resultado no fue una característica del conjunto de 1978, puesto que, desde algo antes de la mitad del año en adelante, el efectivo creció a un ritmo similar al de los depósitos de la banca y de las cajas. Por el contrario, el crecimiento del efectivo fue extraordinariamente rápido en los primeros meses de 1978, como continuación de un proceso que se originó en los últimos meses de 1977 y que, formaba parte, en última instancia, de la aceleración del año 1977. Ya en el Informe anterior se apuntaba como explicación básica de este fenómeno la evolución de los precios, al margen de otras causas apreciables que operaron en los meses centrales de 1977 (1). La mayor perspectiva con que hoy se puede contemplar el fenómeno confirma esta explicación, y lleva a interpretar la desaceleración del ritmo de crecimiento del efectivo a lo largo de 1978 por referencia a la análoga evolución del crecimiento de los precios. La aceleración del crecimiento del efectivo a principios de 1979 parecería contradecir esta explicación, pero se debió a un episodio muy aislado, que se centra en el mes de febrero y parece asociado a un proceso excepcional de atesoramiento relacionado con la huelga ban-

1) Véase el Informe de 1977, p. 197.

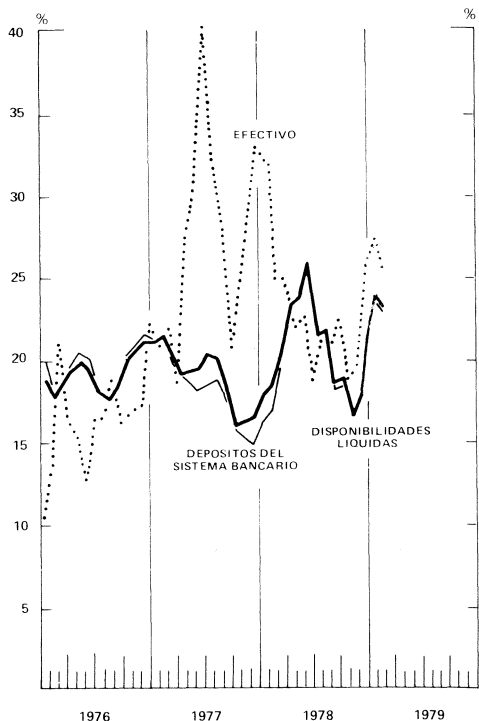
caria y acaso también, como en junio de 1977, con las elecciones legislativas.

Respecto a la evolución de los depósitos del sistema bancario, poco hay que decir, pues, como componente dominante de las disponibilidades líquidas, su evolución reflejó fielmente en 1978 la evolución de éstas, ya descrita. Los gráficos V-5 y V-7, que muestran el ritmo de crecimiento del total de depósitos del sistema bancario y su aportación al crecimiento de las disponibilidades líquidas, respectivamente, convalidan esta afirmación y no requieren, en este punto, ninguna aclaración. La evolución de los depósitos del sistema bancario en 1978 mostró una novedad, sin embargo, en cuanto a la distribución de los mismos entre la banca y las cajas de ahorro. Si en cifras anuales (cuadro V-2) el crecimiento de los depósitos de la banca (18,1 %) siguió siendo, como en los tres años anteriores, bastante inferior al de los depósitos de las cajas (20,1 %), este fenómeno, que en el pasado se

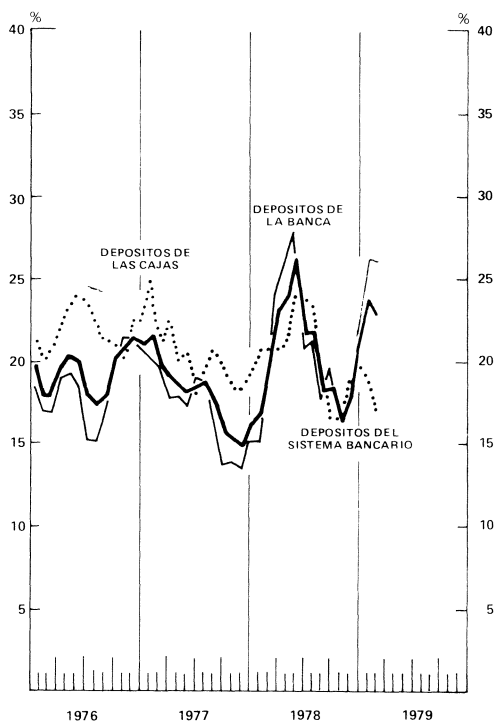
GRAFICO V-5

GRAFICO V-6

**Evolución de las disponibilidades
líquidas y sus componentes:
 $T_1^3 (0, *)$**



**Evolución de los depósitos del
sistema bancario y sus
componentes: $T_1^3 (0, *)$**

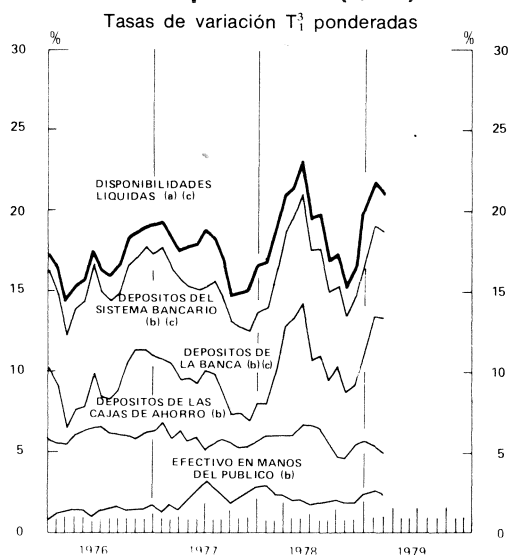


había manifestado sistemáticamente a lo largo de todo el año, tuvo en 1978 características muy especiales. De hecho sólo fue plenamente cierto —véase gráfico V-6— en los primeros meses del año, pues a lo largo del segundo trimestre el crecimiento de los depósitos de la banca excedió, y en mucho, al de los depósitos de las cajas. Por otra parte, en la segunda mitad de 1978 ambas instituciones crecieron a ritmos sensiblemente iguales, para acusarse, a principios de 1979, una nueva aceleración del crecimiento de los depósitos de la banca. Considerando la evolución desde mediados de 1977 hasta principios de 1979, estos hechos se pueden interpretar diciendo que las amplias fluctuaciones, ya conocidas, en el crecimiento del total de depósitos del sistema se reflejaron fundamentalmente en los depósitos de la banca, mientras que los depósitos de las cajas se vieron afectados por aquel fenómeno de un modo mucho más moderado. Este

hecho no es nuevo, ya que ha sido una constante de la evolución del sistema bancario español; ocurre, sin embargo, que, por la propia magnitud de las fluctuaciones del total de depósitos, adquirió particular relieve en el año 1978. Las causas generales de esta repetida evolución son, por lo demás, bastante fáciles de comprender. Una es casi puramente mecánica y deriva de que, a corto plazo, las fluctuaciones en el total de depósitos se manifiestan de forma predominante en los depósitos a la vista (1), instrumento financiero cuya oferta está muy concentrada en la banca. Otra causa, que en buena medida se superpone a la anterior, es que las fluctuaciones del total de depósitos tienen necesariamente que concentrarse en el sector empresarial más que en las economías domésticas. Ambos sectores mantienen relaciones financieras con los dos grupos de instituciones bancarias que se están

GRAFICO V-7

Evolución de las disponibilidades líquidas y contribución de sus componentes (*, 0)



(a). Tasas de variación intermensuales —expresadas en equivalente anual— de la media móvil trimestral de la serie desestacionalizada. La equivalencia anual de las tasas intermensuales se obtiene multiplicándolas por 12, pues el procedimiento tradicional de elevarlas a la 12ª potencia, que da lugar a tasas ligeramente más altas y variables, no es compatible con la agregación de tasas ponderadas. (b). Tasas de variación —análogas a las definidas en la nota (a)— ponderadas por el peso de esta magnitud, en la fecha que sirve de base a cada valor de la tasa, dentro del total de disponibilidades líquidas. La tasa de variación de las disponibilidades es igual a la suma de las tasas ponderadas de sus componentes. (c). A diferencia de los restantes gráficos de este capítulo, los datos de los meses de marzo a junio de 1976 no han sido ajustados para corregir la discontinuidad derivada de los depósitos de cooperativas en la banca (véase nota (b) del cuadro V-3).

(1) Véase capítulo VI, epígrafe 1.1. y especialmente el gráfico VI-1.

considerando, pero, sin duda, es la banca la que concentra el grueso de los depósitos empresariales. No sería, en cambio válido explicar la evolución de los depósitos de la banca por la evolución del crédito de la banca. No hay, en efecto razones para pensar que los depósitos generados por la concesión de crédito por la banca se mantengan en ésta y no acaben en las cajas de ahorro, como tampoco la hay para creer que los depósitos generados por las concesiones de crédito de las cajas beneficien a ésta en lugar de a la banca. Por otra parte, es obvia la relación causal inversa, es decir que la banca reducirá o ampliará sus concesiones de crédito según evolucionen sus depósitos. En cuanto a la evolución de los depósitos de las cajas de ahorro, queda, en fin, por señalar que la desaceleración de su crecimiento en el otoño de 1978 alcanzó cotas muy notables, pues tasas inter-trimestrales del orden del 16 % como las que se alcanzaron entonces no tenían precedentes desde finales de 1973.

GRAFICO V-8

Estructura de las contrapartidas de las disponibilidades líquidas (a)



El gráfico expresa, en porcentajes de las disponibilidades líquidas -serie original de datos a fin de mes-, la importancia relativa de sus distintas contrapartidas activas, agrupadas en los tres saldos netos que se indican. El "sector privado" es un sector residual y agrupa muchas cuentas (vgr. cuentas de capital, bonos de caja, activo real, cuentas diversas, etc.) que no se definen normalmente como financiación al sector privado, pero que indirectamente forman parte de ésta. Los datos se han calculado a partir de los cuadros V-1 y V-3 del Boletín Estadístico del Banco de España.

Sin perjuicio de los comentarios que al respecto se presentarán después en este capítulo y en el siguiente, conviene destacar, ya aquí, los profundos cambios que en 1978 se produjeron en la estructura del activo del sistema crediticio, que, en porcentajes sobre el total de disponibilidades líquidas (según cifras no desestacionalizadas), queda recogida en los datos del gráfico V-8. En el informe precedente se presentó esta misma información y se puso el acento en la ruptura que a mediados de 1977 se produjo en una tendencia, vigente durante varios años, al aumento de la participación en el total del activo del sistema crediticio de los activos frente al sector privado, con pérdida de importancia relativa de sus activos frente al exterior y frente

al sector público (1). La evolución durante la segunda mitad de 1977 y el primer trimestre de 1978 consistió en una estabilización de la participación del sector privado, compensándose un deterioro moderado de la participación del sector público con una mejora, también modesta, de la participación de los activos exteriores. Pero a finales del primer trimestre de 1978 se produjo un segundo punto de inflexión, mucho más importante que el de mediados de 1977. Se inició entonces una tendencia al alza en la participación relativa de la financiación al sector público, cuya significación reside, más que en su intensidad, en el hecho de que era la primera vez en muchos años en que tal fenómeno se hacía presente. Por otro lado, como resultado de la evolución de la balanza de pagos y de la política de tipo de cambio practicada, los activos exteriores del sistema crediticio experimentaron un rapidísimo incremento, especialmente a lo largo del segundo y tercer trimestres de 1978. A través de los mecanismos que se analizarán más adelante, esta evolución impuso un crecimiento de la financiación del sistema crediticio al sector privado mucho más moderado que el aumento que experimentaban las disponibilidades líquidas, de donde resultó la rápida caída en la participación de los activos frente al sector privado, dentro del total activo, que evidencia el gráfico V-8. Esta caída fue particularmente rápida en el segundo y tercer trimestres de 1978, pero, a menor ritmo, continuó en los meses siguientes. El resultado de todos estos movimientos es que a principios de 1979 la participación de los tres sectores considerados en la financiación ofrecida por el sistema crediticio había retornado a niveles muy parecidos a los de principios de 1976. Con ello se volvía a una estructura del activo más acorde con la que tradicionalmente ha predominado en nuestro sistema crediticio, bastante alejada ya de los porcentajes, muy atípicos, de mediados de 1977. Otra forma de expresar esas transformaciones es señalar que la contribución de los sectores exterior, público y privado al incremento absoluto de las disponibilidades líquidas en 1978 fue de 17,4 %, 14,6 % y 68,0 %, respectivamente, cuando en 1977 había sido de -16,0 %, 3,8 % y 122,2 %.

Esta observación no debe ocultar, sin embargo, las perturbaciones causadas por el rápido cambio a lo largo de 1978 en la estructura del activo del sistema crediticio. En el Informe anterior (1) se sostuvo la tesis de que, en principio, las variaciones en la estructura del activo del sistema pueden no comportar, entérminos generales, dificultades financieras insalvables para el sector privado, cuya financiación global puede no verse afectada por esos problemas. Ante la actualidad que ha tomado el tema ha parecido conveniente desarrollar esa tesis con más cuidado, englobándola en la discusión

(1) Véase Informe de 1977, pp. 231 y ss.

(1) Informe de 1977, p. 233.

general de objetivos alternativos de la política monetaria que se presenta en el epígrafe final de este capítulo. Aplazando, pues, este aspecto del tema, ha de recordarse, sin embargo, que en el Informe precedente también se dijo que cambios en la estructura del balance del sistema bancario como los que tuvieron lugar en la segunda mitad de 1977 y en los primeros meses de 1978 —y a los que, con mayor motivo, hay que añadir ahora los cambios, más profundos todavía, a partir del segundo trimestre de 1978— podían ser, y de hecho fueron, perturbadores. Estas perturbaciones consistieron en imponer una importante reestructuración de relaciones financieras que afectaba de modo desigual a las distintas clases de instituciones bancarias, a los diferentes grupos beneficiarios de su financiación y a los diversos instrumentos financieros utilizados. En un sistema financiero como el español, con una escasez notable de mercados financieros competitivos y eficientes que faciliten el reajuste ante los cambios de las posiciones financieras relativas de los distintos sectores, transformaciones como la de 1978 llevan a un proceso de ajuste abundante en fricciones, que no podían dejar de generar problemas y tensiones en uno u otro punto de la economía. Así, por poner un ejemplo sencillo, el aumento de liquidez del sector exportador, a través de la venta de divisas al Banco de España, podría traducirse en una reducción paralela de su demanda de crédito bancario, sin crear problemas a otros sectores; pero, de no ocurrir esto, la forzada disminución del crédito bancario podría afectar a sectores no exportadores, que verían su liquidez disminuida. La situación inicial no se restablecería hasta que el sector exportador aumentase sus compras a los otros sectores afectados o, de un modo u otro, les facilitara créditos, dos procesos que, en primer lugar, podrían no ocurrir y, en segundo lugar, requerirían un determinado plazo de tiempo. Este mismo ejemplo, sirve, sin embargo, para ver que un planteamiento puramente financiero del problema puede resultar inadecuado. Tras la mecánica de unos flujos financieros que desplazan a otros, compensándose o no en su efecto final, existe un problema que no es financiero, sino que responde a desplazamientos sectoriales, deseados o indeseados, en la demanda final de bienes y servicios. El tema se mueve así, de nuevo, hacia el tipo de problemas generales que se tratarán en el epígrafe final de este capítulo, pero, a los efectos presentes, hay que señalar que también esos desplazamientos, si alcanzan fuerza en períodos muy limitados de tiempo, tienen que originar desequilibrios y dificultades.

El gráfico V-9 apunta otra imagen alternativa del problema que se está comentando, al mostrar los fuertes cambios que se produjeron en 1977 y 1978 en la contribución relativa al crecimiento de las disponibilidades líquidas de los activos netos del Banco de España, por un lado, y de los del sistema bancario, por otro. Teniendo en cuenta que los activos netos del Banco de España son básicamente activos frente al sector exterior y al sector

público y que estas mismas partidas tienen poco peso en los activos netos del sistema bancario, se verá que, pese a las apariencias, el gráfico V-9 revela, de otro modo, el mismo fenómeno que el gráfico V-8, con la única salvedad de que en este último se considera el fenómeno con su estacionalidad y en aquel se elimina ésta.

Esta breve recapitulación de los principales rasgos de la evolución monetaria de 1978 se cerrará describiendo la evolución de los tipos de interés, con referencia a los datos presentados en el gráfico V-10. Las muchas dudas que existen respecto a la representatividad de los datos existentes sobre la evolución de los tipos de interés bancarios y de la rentabilidad interna de las obligaciones han llevado a que se preste una gran atención a la evolución de los tipos de interés interbancarios. La errática evolución de estos últimos frente a la evolución comparativamente estable de aquellos ha sido siempre una fuente de problemas interpretativos, aún aceptando la natural diferencia

a ese respecto que cabía esperar por razón de los distintos plazos de referencia. Pero hasta 1977 inclusive una media móvil relativamente larga (vgr. siete meses) de los tipos interbancarios mostraba un perfil no muy distinto del que podía presumirse, a partir de la escasísima información fiable existente, para otros tipos de interés. Las intensas fluctuaciones que experimentaron los tipos interbancarios en 1978 rompieron por completo los patrones usuales en años anteriores y llevaron a una evolución profundamente divergente de los tipos interbancarios, por un lado, y de los restantes tipos conocidos, por otro, al mismo tiempo que potenciaron la tradicional atención prestada por todos los observadores de la evolución monetaria a los tipos interbancarios.

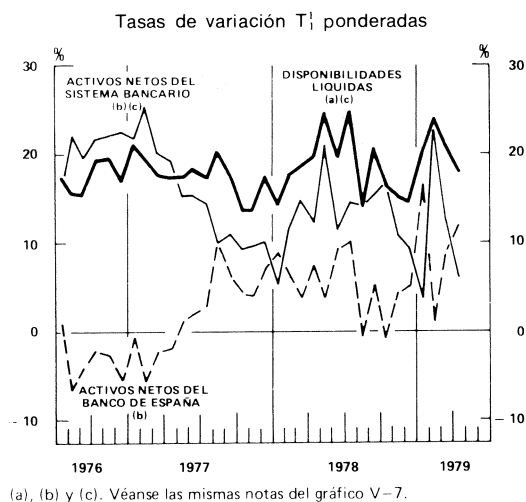
Los datos disponibles sobre tipos de interés libres bancarios (1) muestran que éstos experimentaron un aumento sensible en la segunda mitad del año

(1) Se ha prescindido de los tipos declarados trimestralmente por la banca y las cajas hasta el tercer trimestre de 1977, ya que no han sido objeto de una elaboración detallada que permita confirmar si son indicadores válidos.

(Continúa en la pág. 20.)

GRAFICO V-9

Evolución de las disponibilidades líquidas y contribución de sus factores explicativos (*, 0)



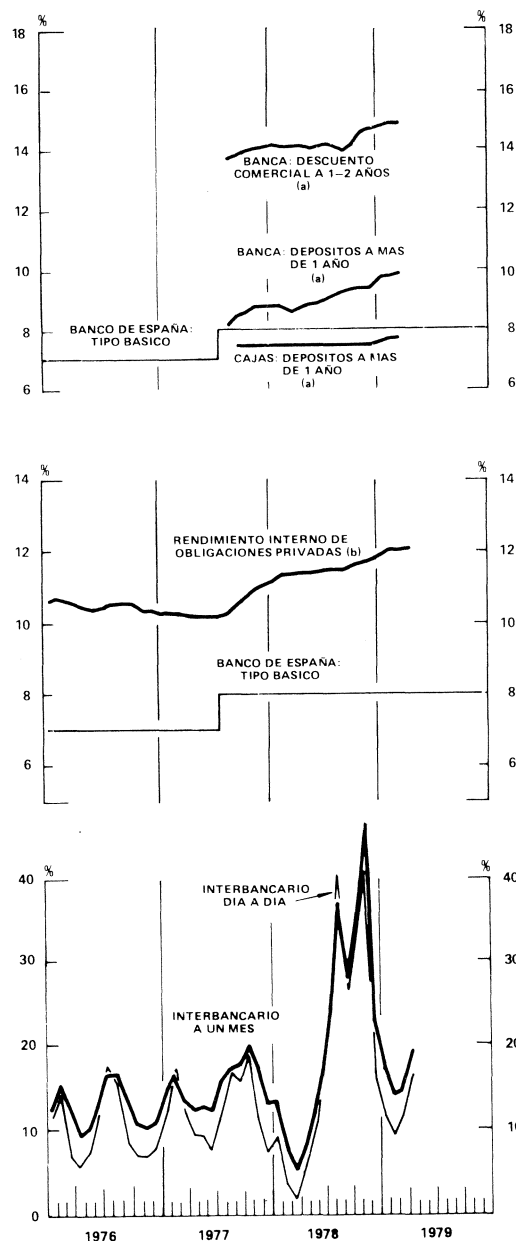
1977, en respuesta a la situación financiera relativamente tensa que siguió al curso más restrictivo que se impuso a la política monetaria a partir de julio y a la elevación de un punto del tipo básico del Banco de España a mediados de 1977, con la consiguiente elevación de los demás tipos bancarios sujetos a control legal. Conviene quizá señalar que las modificaciones del tipo básico, al margen de su incidencia sobre otros tipos legales, son también una señal que facilita la toma de decisiones de las entidades bancarias en una política de tipos de interés como la que practican, caracterizada por la escasa fuerza de actuaciones realmente competitivas.

El año 1978 se inició en cambio con un proceso de estabilización de los tipos, que dio paso, en la segunda mitad del año, a una tendencia al alza. Esta se manifestó, en cuanto a los depósitos, en el tercer trimestre, y en cuanto al crédito, en el cuarto.

Los datos, poco elaborados, que al respecto se publicaron en el Boletín Estadístico del Banco de España muestran evoluciones difícilmente explicables. Los datos recogidos en el gráfico a partir de agosto de 1977 proceden del nuevo sistema de declaraciones mensuales y, aunque no dejan de suscitar dudas, presentan, una vez elaborados, una evolución que puede ser razonable. Los datos de tipos pasivos son una media simple de los que, como media ponderada aplicada cada mes, declaran los distintos bancos nacionales y las cajas de ahorro (excluyendo algunas instituciones con datos que no parecen fiables). El mismo procedimiento aplicado a los tipos activos arroja cifras menos convincentes y las que se muestran en el gráfico se han calculado, a partir de una muestra relativamente reducida de instituciones, como media de los tipos declarados por ellas como de aplicación más frecuente. Esa media se ha ponderado por la importancia de las correspondientes operaciones en las distintas instituciones consideradas.

GRAFICO V-10

Evolución de los tipos de interés



(a). Sobre la definición de estos tipos, véase el texto. (b). Media simple de la rentabilidad interna de obligaciones privadas con más de siete años de vida media.

De todos modos, la elevación de los tipos bancarios a lo largo de todo el año 1978, aun siendo importante, no fue, a juzgar por la información comentada, excepcional y no guarda, desde luego, proporción con la evolución de los tipos interbancarios, aun cuando unos y otros evolucionaron, en general, en el mismo sentido. Queda, sin embargo, por considerar el impacto efectivo de esos tipos, ya que, con un proceso de desaceleración de la inflación como el que se desarrolló en 1978, unos tipos nominales estables suponen, en términos reales, un incremento, incremento que, de todos modos, se ha de interpretar como el paso de unos tipos de interés reales que eran negativos a otros que seguían siéndolo, aunque menos, o que empezaban a ser positivos.

La evolución de la rentabilidad interna de las obligaciones privadas, como medida de la evolución de los tipos de interés a largo plazo, no difiere mucho de la que se acaba de describir para los tipos bancarios. Como en el caso de éstos, la rentabilidad interna se elevó rápidamente en casi un punto y medio en la segunda mitad de 1977, para estabilizarse en los tres primeros trimestres de 1978 y volver a mostrar una tendencia al alza, ya mucho más moderada, en el cuarto trimestre del año. En cuanto a la significación del incremento a lo largo de 1978 pueden darse por repetidas las observaciones que ya se hicieron a la evolución de los tipos bancarios.

Como ya se anticipó, la evolución en 1978 de los tipos interbancarios fue muy distinta de la de los restantes tipos de interés y experimentó variaciones muy acusadas, tanto a la baja como al alza. Así, en los primeros meses del año prosiguió la caída de los tipos que se iniciara en noviembre de 1977, pero, a diferencia del pasado, en que episodios análogos se habían interrumpido antes de que se alcanzasen niveles del 5 % ó 6 %, esa evolución arrastró los tipos hasta un nivel que, para el tipo día a día, llegó a ser inferior al 1 %. A partir de los mínimos del mes de marzo, los tipos iniciaron una sistemática escalada, alcanzándose en junio la cota del 20 % —máximo nivel en anteriores episodios de tensión—, la del 30 % en julio y un récord histórico del 40 % en agosto. Dentro de este mes el tipo día a día llegó a alcanzar en algún momento el 55 %. Tras una sensible distensión en septiembre, los meses de octubre y noviembre vieron repetirse la situación de agosto, seguida en diciembre de una caída de los tipos, que, a menor ritmo, prosiguió en los primeros meses de 1979, interrumpiéndose en abril, para descender de nuevo posteriormente.

Es evidente que este anómalo perfil de los tipos interbancarios no podía ser representativo de lo que estuviera ocurriendo en los restantes mercados financieros. Ni la caída de tipos de principios de año reflejaba una disten-

sión proporcional en esos mercados, ni el alza subsiguiente medía el grado en que tales mercados se veían sometidos a tensiones. La falta de participación en ese mercado de instituciones no bancarias hace que el papel de éste se limite a transferir las tensiones de liquidez de una institución a otra en tanto éstas no proceden a reajustar su ritmo de expansión, cosa que, por diversos motivos institucionales, no es fácil a corto plazo. Así, la evolución de los tipos interbancarios en 1978 debe explicarse en función del ajuste del proceso de expansión bancaria a las actuaciones del Banco de España: la caída de tipos a principios de año fue el producto de una importante desaceleración relativa del proceso de expansión frente a la voluntad de las autoridades de mantenerlo, mientras que el alza del resto del año da idea de la gran inercia expansiva que predominó en la segunda parte del año y de los esfuerzos de la autoridad monetaria por doblegarla.

La discrepante evolución de los tipos bancarios y del mercado de capitales, de un lado, y de los tipos interbancarios, de otro, con todos los problemas que comporta para una evaluación correcta de la evolución monetaria, hace urgente pensar en iniciativas que lleven, por una parte, a la aparición de tipos de interés de mercado más representativos que los que antes se analizaron y, por otra parte, estabilicen la evolución excesivamente errática de los tipos interbancarios, enlazando debidamente el mercado interbancario con los restantes mercados financieros. La solución de estos problemas no es fácil ni podrá ser rápida, pero al menos existe la ventaja de que ambos objetivos son coherentes entre sí, por lo que las medidas que favorezcan el logro de uno ayudarán también a la consecución del otro. Sin pretender entrar aquí en un problema que es bastante complejo, sí puede apuntarse que su solución tiene que pasar por el desarrollo de un verdadero mercado monetario al que tengan acceso todas las unidades económicas y en el que se negocien activamente instrumentos financieros a corto plazo y de poco riesgo. En cuanto a los mercados a mayor plazo, la continuidad de las emisiones a medio y largo plazo del Estado y de la política de apoyo pasivo a la negociación de las emisiones por el Banco de España (1) y la completa liberalización del mercado de emisiones de títulos de renta fija serían las actuaciones básicas que llevarían al desarrollo de un activo mercado secundario y a la formación en él de tipos de interés realmente representativos.

3. EL DESARROLLO DE LA POLITICA MONETARIA

El objetivo de este epígrafe será analizar con cierto detalle el desarrollo por el Banco de España de los objetivos generales que se expusieron en el epígrafe 1. Ya se mencionó allí cómo a lo largo del año 1978 surgieron

(1) Véase sobre este punto el capítulo VI, epígrafe 2.

dificultades para el logro de esos objetivos y cómo éstos fueron objeto de varias revisiones para hacer frente del modo más lógico posible a la evolución de las principales variables económicas, incluida la propia de las disponibilidades líquidas. Tales modificaciones fueron de importancia comparativamente pequeña, pues, como ya se señaló, para el conjunto del año no se excedió el límite superior de la banda fijada en los Acuerdos de la Moncloa, pero su análisis ofrece la mejor forma de comprender los problemas con que se enfrentó la política monetaria a lo largo del año 1978.

Puesto que la instrumentación de los objetivos monetarios pasa, al margen del tema de las bandas de fluctuación, por el señalamiento mes a mes de una cifra específica de disponibilidades líquidas como objetivo de referencia para determinar el volumen de activos líquidos que ha de ofrecer el Banco de España, el mejor modo de analizar las variaciones en la orientación general de la política monetaria es por referencia a la serie formada por esas cifras, recogidas en el cuadro V-4 (columna 5). En él se ofrecen, además, diversas medidas del crecimiento de esa magnitud, cifras análogas sobre la evolución efectiva de las disponibilidades líquidas y una compara-

CUADRO V-4

Disponibilidades líquidas: Evolución efectiva y objetivos (0, *) (a)

	Evolución efectiva				Objetivos instrumentales (d)				Diferencias	
	Saldos en m. m. 1	T ₁ % 2	T ₂ % 3	T (b) % 4	Saldos en m. m. 5	T ₁ % 6	T (c) % 7	T (b) % 8	Absolutas en m. m. 9 = 1 - 5	Relativas % 10 = 4 - 8
1977										
Diciembre.	7.022,4	—	—	—	7.046,8	—	—	—	-24,4	—
1978										
Enero ...	7.077,9	9,9	16,1	9,9	7.139,6	17,0	17,0	22,0	-61,9	-12,1
Febrero ...	7.182,9	19,3	16,5	14,5	7.233,6	17,0	17,0	19,5	-50,8	-5,4
Marzo ...	7.295,2	20,5	20,5	16,5	7.328,9	17,0	17,0	18,6	-33,7	-2,1
Abril ...	7.414,9	21,6	24,1	17,7	7.425,4	17,0	17,0	18,2	-10,5	-0,5
Mayo ...	7.579,7	30,2	24,6	20,1	7.497,2	12,2	16,0	17,0	82,5	3,1
Junio ...	7.707,7	22,2	27,4	20,5	7.595,9	17,0	16,2	17,0	111,8	3,5
Julio ...	7.875,4	29,5	21,9	21,7	7.788,5	35,1	18,7	19,4	86,9	2,3
Agosto ...	7.965,7	14,7	21,7	20,8	7.874,0	14,0	18,1	18,7	91,7	2,1
Septbre. ...	8.096,4	21,6	18,1	20,0	8.061,7	32,7	19,7	20,2	34,7	0,7
Octubre ...	8.209,8	18,2	18,4	20,6	8.156,1	15,0	19,2	19,7	53,7	0,9
Novbre. ...	8.309,0	15,5	16,3	20,1	8.295,0	22,5	19,5	19,9	14,0	0,2
Dicbre. ...	8.407,3	15,2	...	19,7	8.450,6	25,0	19,9	20,3	-43,3	-0,6

FUENTE: Banco de España.

(a) Estas series difieren ligeramente de las utilizadas en el resto de este capítulo. Véase sobre este tema el texto.

(b) Tasas de variación acumulativa y anualizada respecto a la cifra efectiva de diciembre de 1977 (7.022,4 m. m.).

(c) Tasas de variación acumulativa y anualizada respecto a la cifra objetivo de diciembre de 1977 (7.046,8 m. m.).

(d) Sobre el significado de este concepto, véase el texto.

ción entre ambos conjuntos de datos. Las cifras del cuadro requieren, sin embargo, dos advertencias previas. La primera es que se refieren en todos los casos a la serie de disponibilidades líquidas realmente utilizada en 1978 y no a la serie que ha sido objeto de revisión posterior (1). La segunda, más importante, es que la serie de objetivos instrumentales no es más que una primera aproximación a la política realmente practicada por el Banco de España, ya que entre ese objetivo y la oferta efectiva de activos líquidos se interponen otros factores como las previsiones sobre evolución del efectivo en manos del público, con sus errores y sus correcciones; las previsiones sobre evolución de los excedentes de caja del sistema bancario, de nuevo con sus errores y revisiones; los errores de estimación de los factores autónomos; los problemas de control efectivo de la oferta de activos líquidos; las desviaciones conscientes propiciadas por la evolución de los tipos de interés y el crédito al sector privado; y, en fin, hasta marzo de 1978 inclusive, las discrepancias estadísticas entre la contabilidad bancaria y la del Banco de España (2). Con todo, los datos de la columna 5 del cuadro V-4 reflejan bastante fielmente lo que las autoridades monetarias persiguieron en cada momento.

Dentro de la evolución monetaria del año 1978 el episodio acaso más importante, puesto que condicionó toda la evolución del resto del año, fue el que discurre entre principio de año y el mes de junio, caracterizado por la persecución, de forma persistente, de un crecimiento de las disponibilidades líquidas del 17 % a partir de la cifra de objetivos señalada para el mes de diciembre de 1977. Como resultado de la evolución de los últimos meses de 1977, la cifra efectiva de disponibilidades líquidas se situó en diciembre de dicho año a un nivel sensiblemente inferior al objetivo perseguido, diferencia que aumentó mucho en el mes de enero, debido al bajo crecimiento efectivo de aquella magnitud en dicho mes. Se abrió así el año 1978 con una base de partida muy baja, que, junto a los síntomas de una actitud restrictiva por parte de las entidades bancarias y de debilidad de la demanda de crédito y distensión de los tipos de interés, suscitó el temor a que resultase difícil alcanzar los objetivos de expansión monetaria perseguidos. Este temor inicial, unido a la presión derivada de los Acuerdos de la Moncloa, que se habían firmado muy poco tiempo antes, llevaron a las autoridades monetarias a desarrollar una política monetaria compensatoria que se concretó en dos tipos de actuaciones. El primero, ya menciona-

(1) Esta revisión ha consistido en la exclusión, en los depósitos de la banca, de los saldos —inferiores a 100 m.m.— de ahorro del emigrante y en la sustitución de la anterior estimación de los factores de estacionalidad, que se había realizado con datos efectivos hasta diciembre de 1977, por otra basada en datos efectivos hasta diciembre de 1978. Estos datos revisados difieren poco de los anteriores, tanto en nivel como en tasas de variación, y son los que, con excepción del cuadro V-4, se utilizan en el resto de este Informe.

(2) Estas discrepancias, que persisten, han perdido desde abril de 1978 importancia, puesto que el cumplimiento del coeficiente se ha de basar obligatoriamente en las cifras de la contabilidad del Banco de España, que éste comunica diariamente a las entidades bancarias. Véase Anexo Legislativo.

do, consistió en seguir instrumentando, con independencia de la evolución efectiva de las disponibilidades, un crecimiento del 17 %, con lo que, dada la diferencia de que se partía, se dejaba al sistema bancario un sustancial potencial de expansión. Los datos de las columnas 9 y 10 del cuadro V-4, dan buena idea de la magnitud de ese potencial, que no desapareció hasta el mes de mayo, a través de una aceleración de la expansión efectiva de las disponibilidades líquidas que en seguida se comentará. La espectacular caída de los tipos interbancarios en los meses de febrero y marzo (véase gráfico V-10) es otro indicador válido de este mismo fenómeno. El segundo tipo de actuación se reflejó en diversos cambios en la estructuración de las relaciones financieras entre el Banco de España y el sistema bancario. Anticipando lo esencial de un proceso que se describe con más detalle en el epígrafe 4 siguiente, puede señalarse aquí que sus piezas esenciales consistieron en un alargamiento de los plazos de los créditos de regulación monetaria —concesión de créditos a un mes a partir de diciembre de 1977 y concesión de créditos a tres meses a partir de febrero de 1978 y a seis meses a partir de abril— y en una sustitución del redescuento de efectos por créditos de regulación a tipos de interés muy bajos, con liberación de sustanciales márgenes de redescuento que, aunque no modificaban el potencial efectivo de expansión del sistema, tenían que influir expansivamente en la valoración individual de ese potencial por las instituciones bancarias. Con la información disponible en aquellos momentos, las autoridades consideraron que tales actuaciones compensatorias conseguirían vencer la contracción de los primeros meses del año sin abandonar los objetivos básicos, si bien en algunos medios financieros se interpretó como un abandono de dichos objetivos.

La expansión del sistema bancario empezó a tomar impulso ya en el propio mes de febrero, de tal modo que el crecimiento de las disponibilidades líquidas superó el ritmo del 17 % en dicho mes y en los siguientes (cuadro V-4, columna 2), por más que hasta el mes de abril no se alcanzaran, en cifras acumuladas, los objetivos perseguidos (cuadro V-4, columna 4). A medida que se constataba que el período de baja expansión del sistema había sido un episodio muy transitorio, empezó a surgir el temor —muy fundado, a la vista de la evolución posterior— a que el potencial de expansión permitido al sistema y las otras medidas de signo expansivo adoptadas constituyeran un estímulo excesivo que pudiera generar problemas más adelante. Prueba de la preocupación de las autoridades por el problema son las dos pequeñas revisiones de objetivos que tuvieron lugar en el primer semestre del año. La primera se produjo en el mes de abril y no es visible en los datos del cuadro V-4, ya que consistió en una importante revisión al alza en las previsiones sobre evolución del efectivo en manos del público que habían resultado ampliamente desbordadas por el rápido cre-

cimiento de esta magnitud durante el primer trimestre de 1978. El resultado fue que, sin alteración del objetivo total para las disponibilidades líquidas, se modificó a la baja el nivel perseguido para los depósitos del sistema bancario. La segunda tuvo lugar en el mes de mayo y consistió en redefinir la senda objetivo a partir de la cifra efectiva alcanzada en diciembre de 1977, en lugar del objetivo de ese mes. Este ajuste contribuyó a la importante reducción en el mes de mayo del potencial expansivo del sistema (véase cuadro V-4, columnas 6 a 10).

Todas estas medidas fueron insuficientes, sin embargo, para contener el proceso de expansión de las disponibilidades líquidas que, impulsado tanto por el crédito al sector privado del sistema bancario como por la adquisición de activos frente a los sectores públicos y exterior, según se detallará más adelante, alcanzó un punto culminante precisamente en el mes de mayo, con un crecimiento intermensual del 30,2 %. A partir de entonces se abre una nueva etapa, que dominó todo el segundo semestre del año 1978, en la que, al contrario de los meses precedentes, los problemas iban a venir de las tensiones generadas por el mantenimiento del objetivo del 17 % anual. Como se observa en el cuadro V-4 (columnas 9 y 10), en el curso de mayo y junio la situación precedente se había invertido por completo y el logro del objetivo del 17 % para el conjunto del año exigía mantener un crecimiento bastante inferior a esa cifra en la segunda mitad de 1978 (1). Esas tensiones tuvieron dos manifestaciones llamativas, muy interrelacionadas entre sí: una fue la espectacular elevación de los tipos de interés interbancarios, ya patente en julio y que culminó en el mes de agosto (véase gráfico V-10); otra la compresión de la capacidad de financiación por el sistema bancario al sector privado, atenazada entre el control del ritmo de crecimiento de las disponibilidades y, por tanto, de los depósitos bancarios, de un lado, y el fuerte efecto expansivo de los factores autónomos y la consiguiente reducción de la financiación del Banco de España al sistema bancario, de otro lado (véanse gráficos V-8 y V-9). La política monetaria se debatió por consiguiente en la segunda mitad de 1978 entre la persecución del objetivo inicial, con las consiguientes tensiones, y su sustitución por otro algo más permisivo, solución que acabó imponiéndose en los meses de septiembre, y sobre todo noviembre y diciembre.

Las etapas de este proceso de reajustes fueron concretamente las siguientes. En julio se optó por revisar al alza los objetivos instrumentales perseguidos, para acomodar una parte del desfase acumulado en los meses anteriores, pero con la intención de mantener un ritmo bajo de crecimiento en el

(1) Con un crecimiento acumulativo hasta junio del 20,5 % sobre la cifra efectiva de diciembre de 1977 (cuadro V-4, columna 4), el logro de un crecimiento acumulativo hasta diciembre del 17 % exigía que el crecimiento durante la segunda mitad de 1978 fuera sólo del 13,6 %.

resto del año, concretamente del 14 % intermensual, de modo que al final del año se conseguiría un crecimiento sólo ligeramente superior al 17 %. Esta estrategia tenía el propósito, muy razonable, de sustituir la presión para que se produjera un reajuste muy fuerte y en muy corto plazo de la expansión del sistema por una presión más moderada distribuida a lo largo de todos los meses restantes del año. Este esquema de actuación se mantuvo en julio y en agosto, pero se vio rápidamente desbordado por los acontecimientos. El crecimiento de las disponibilidades líquidas mostraba, a través de todas sus causas, una inercia muy considerable y el margen de ajuste otorgado en julio no hizo más que alentararlo, alcanzándose en dicho mes un crecimiento intermensual muy próximo, como en mayo, al 30 % y el punto máximo de la desviación de la tasa acumulativa de crecimiento respecto a los objetivos (21,4 % frente al 17 %). La segunda parte de este ajuste, con el bajo margen de expansión otorgado en el mes de agosto, se reflejó en uno de los períodos de mayor tensión del mercado interbancarios. Sus tipos de interés, que ya se habían situado en torno al 30 % en el mes de julio, alcanzaron la cota más alta de su historia en el mes de agosto, con un tipo día a día del 40,8 % en media mensual y del 55,0 % como tipo medio diario más alto del mes. Pese a que, simultáneamente, la expansión de las disponibilidades líquidas se moderó muy fuertemente en agosto, esta evolución de los tipos de interés llevó a un nuevo ajuste, en los meses de septiembre y octubre, muy parecido al de los meses de julio y agosto. En septiembre se volvió a reconsiderar al alza el objetivo instrumental, para corregir el desfase acumulado en los meses de julio y agosto, con la intención de mantener en el resto del año un crecimiento del 15 %. Esto suponía repetir la estrategia anterior, aunque con un objetivo menos restrictivo, ya que, de haberse mantenido en el resto del año la tasa del 15 %, el crecimiento acumulativo sobre la cifra efectiva de diciembre de 1977 hubiera sido el 18,9 %, en lugar del 17 %. Pero, como en el caso anterior, el crecimiento de las disponibilidades líquidas se vio estimulado por la revisión de septiembre, mientras que el ajuste de octubre volvió a reproducir otra fase de enorme tensión en el mercado interbancario.

Para entonces se habían hecho evidentes dos hechos. El primero era que, tras las tensiones excepcionales de liquidez soportadas por el sistema bancario en el período julio-octubre, éste, que había estado dilatando un ajuste más profundo en la esperanza de que las autoridades renunciaran finalmente a sus objetivos y de que los factores autónomos interrumpieran su inesperada fuerza expansiva, había entrado por fin en una fase de ajuste, patente ya en el crecimiento de octubre y plenamente confirmada en noviembre. El segundo hecho era que las previsiones iniciales para 1979 apuntaban a un objetivo del orden del 17-20 %, por lo que no tenía mucho sentido insistir en un crecimiento del 15 % en los últimos meses del año. La

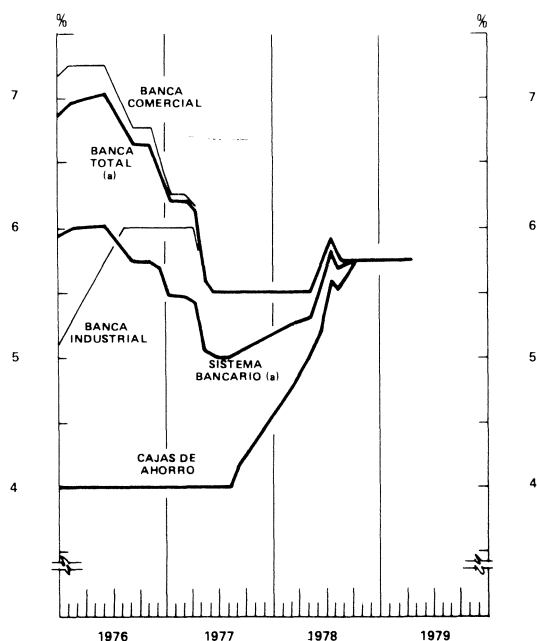
conjunción de estos dos hechos llevó a que, para los meses de noviembre y diciembre se instrumentase una política algo más expansiva, que tenía como norma alcanzar a finales de 1978 un crecimiento acumulativo sobre la cifra efectiva de finales de 1977 del orden del 20 %, cifra que era el límite superior de la banda de fluctuación prevista por el Acuerdo de la Moncloa, objetivo que, como ya se vio anteriormente, pudo lograrse.

4. INSTRUMENTACION DEL CONTROL DE LOS ACTIVOS LIQUIDOS DEL SISTEMA BANCARIO

El gráfico V-11 muestra cómo en 1978 prosiguió el proceso de unificación de los coeficientes de caja de la banca y las cajas de ahorro, a través de una paulatina aproximación del coeficiente de las cajas de ahorro al de la banca, que se inició en agosto de 1977 y que tenía que culminar, como efectivamente ocurrió, con la plena igualación de coeficientes a partir de octubre de 1978 (1). Este programa sólo se vio alterado por una elevación transitoria de 0,5 puntos en todos los coeficientes entre el 21 de junio y el 21 de julio, fecha en que se redujeron en 0,25 puntos (2). Como se verá más adelante, esta medida no tenía más fin que restablecer el control de los activos líquidos, que se había perdido en la segunda decena de junio, pero se tradujo en una elevación permanente, del 5,5 % al 5,75 %, del nivel al que debían quedar unificados todos los coeficientes de caja. Finalizado este proceso, España se convierte en caso excepcional entre los principales países que aplican la técnica de reservas obligatorias de caja, al aplicar un coeficiente de caja único para todas las instituciones bancarias y todas las categorías de pasivo. No se trata, sin embargo, de una originalidad arbitraria, sino que esta situación

GRAFICO V-11

Coeficientes legales de caja (0)



(a). Media aritmética de los coeficientes de las entidades que integran este grupo, ponderados por el saldo de los pasivos computables de las mismas en cada mes.

(1) Véase Informe de 1977, pp. 202, 208 y 230.

(2) Véanse más detalles en el Anexo legislativo al final de este Informe.

responde a la aplicación de una solución que todos los que han analizado en otros países la efectividad de este instrumento han considerado altamente deseable y que las propias autoridades españolas habían venido propugnando desde hacía tiempo como medio de resolver una de las causas de ineficacia en el control de la expansión del sistema bancario a través de la regulación de la oferta de activos líquidos (1).

Como resultado de los hechos antes descritos, la evolución de los coeficientes de caja a lo largo de 1978 se caracterizó, de un lado, por un grado de dispersión decreciente, pero que incluso a principios de año, no era ya excesivo, y, de otro lado, por un perfil del coeficiente medio ponderado bastante variable a lo largo del año. Como es sabido, las variaciones del coeficiente de caja no tienen por finalidad directa absorber o liberar activos de caja, sino asegurar la operatividad de los instrumentos disponibles para el control a corto plazo de las variaciones de los activos líquidos (vgr. aumentando el nivel de los créditos de regulación monetaria o reduciéndolo cuando éste es innecesariamente alto), de modo que cada variación del coeficiente ha ido acompañada de un cambio paralelo en la oferta de activos líquidos por el Banco de España. Esto, unido a las variaciones de carácter estacional que el Banco tiene también en cuenta en su oferta de activos líquidos, explica que la evolución de las cifras originales referentes a esta magnitud representada en el gráfico V-12, muestre en 1978 un perfil bastante irregular y que podría parecer sin conexión con los fenómenos que se describieron en el epígrafe anterior.

El gráfico V-12, que no es sino una presentación esquemática de balance del Banco de España, permite una primera aproximación al comportamiento de los factores explicativos de creación de activos líquidos. Los factores autónomos se presentan en él distinguiendo entre el «efectivo en manos del público», de evolución en general muy regular, y los «otros factores autónomos», de evolución muy variable. Junto al epígrafe de «autoridad monetaria», aparece, como partida sui generis, la cartera de «fondos públicos del Banco de España». En informes precedentes ésta se incluyó dentro de «otros factores autónomos», considerando, en consecuencia, que su evolución era inducida por acciones ajenas a las estrictamente ligadas al control monetario. El hecho de que varias modificaciones recientes de esta cartera se inspiraron en consideraciones de control monetario obliga a abandonar ese criterio, sin llegar, por otra parte, a la solución extrema de incluir ese concepto bajo el total de «autoridad monetaria», ya que, como

(1) Se han producido otras pequeñas modificaciones técnicas en el cómputo del coeficiente de caja, de escasa trascendencia a los efectos presentes. Se trata de la exclusión, de los pasivos computables, de los bonos de caja de los bancos industriales (desde diciembre de 1978) y de los depósitos de ahorro del emigrante en la banca (desde febrero de 1979), medidas que se analizan en el Anexo legislativo al final de este Informe.

después se verá, ésta está constituida por activos y pasivos del Banco de España frente al sistema bancario, rasgo que no es extensible a los fondos públicos en poder del Banco de España.

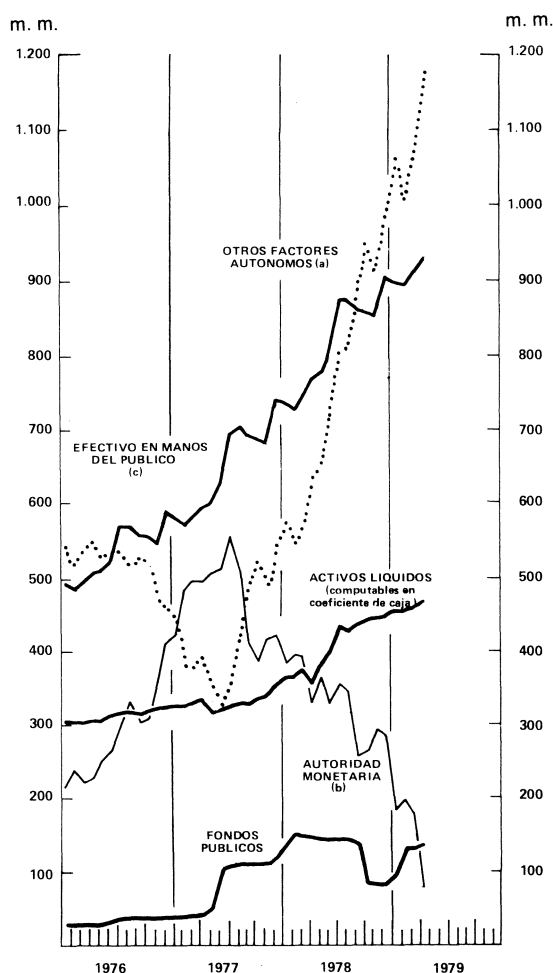
Como ya ocurriera en la segunda parte de 1977, el año 1978 se caracterizó por tendencias muy discrepantes en la evolución de los distintos grupos de factores explicativos de la oferta de activos líquidos computables. La evolución del **efectivo en manos del público** ya ha sido analizada en el epígrafe 2 y sólo merece la pena señalar que su desigual perfil a lo largo del año no rompió notablemente el patrón de regularidad con que opera como factor de absorción de activos líquidos, regularidad que incluye, como es sabido, una estacionalidad considerable, que es la que explica básicamente los movimientos que este concepto muestra en el gráfico V-12. La fuerte tendencia al alza de los otros factores autónomos —básicamente sector exterior y sector público— iniciada a mediados de 1977 se prolongó durante todo el año 1978, persistiendo el mismo comportamiento durante los primeros meses del año actual. Esto motivó

una sistemática reducción de la contribución de la **autoridad monetaria** a la creación de activos líquidos, que exigió una constante e intensa actividad de drenaje de liquidez.

El gráfico V-13 muestra el desglose de los factores autónomos, con exclusión del efectivo en manos del público, observados en el gráfico anterior. Los activos netos del Banco de España frente al sector público y frente al exterior son los componentes más significativos de este epígrafe y ambos

GRAFICO V-12

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario (0)



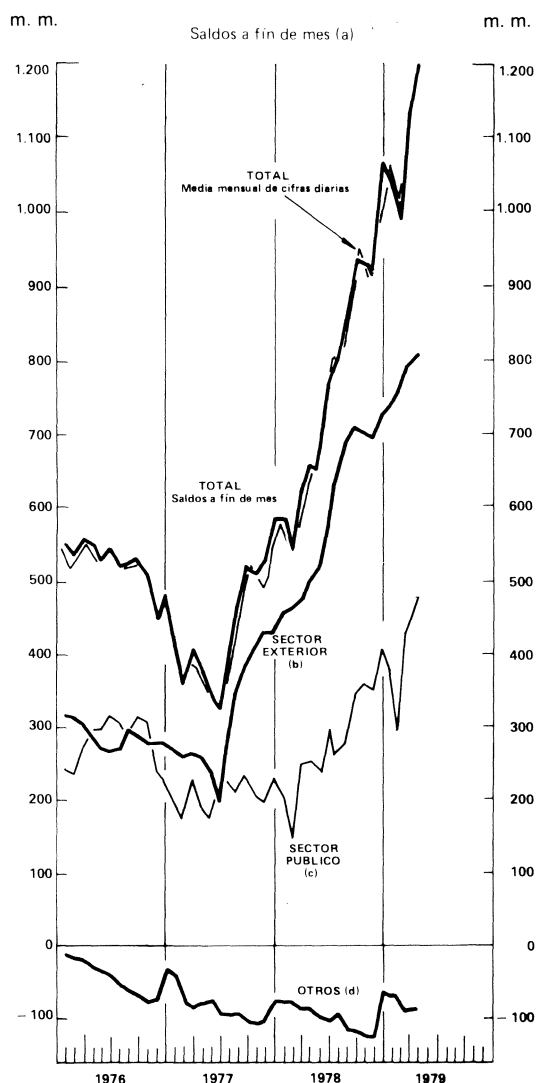
(a). Véase detalle en el gráfico V-13. (b). Véase detalle en el gráfico V-16. (c). Este concepto, representado como positivo, es un pasivo del Banco de España y ha de interpretarse, en relación a los otros conceptos, como si fuera negativo.

mostraron un notable crecimiento a lo largo de 1978. El sector exterior, cuyo comportamiento se alteró de modo fundamental a partir de la fuerte depreciación de la peseta a mediados de 1977, se vio afectado a lo largo de 1978 y de los primeros meses del presente año por una evolución persistente e intensamente expansiva. El sector público a su vez mantuvo, particularmente en la segunda parte del año, un rápido crecimiento, parte del cual debe atribuirse a la cancelación, con cargo al recurso al Banco de España, de un crédito exterior por importe de 1.000 millones de dólares. Desde el punto de vista monetario esta operación no tuvo ningún efecto significativo, si bien, con relación al análisis de factores de creación de activos líquidos que aquí se realiza, la citada operación supuso dos movimientos que se compensan entre sí, expansivo en el sector público y contractivo en el sector exterior.

El origen de la evolución de los **activos netos del Banco de España frente al exterior** se resume en el gráfico V-14. En él se recogen, a nivel muy agregado, las variaciones acumuladas desde diciembre de 1975, de los principales componentes de la balanza de pagos, cuya suma explica la variación de los activos exteriores del Banco de España. Así, se incluyen las variaciones acumuladas del saldo neto de la balanza de pagos por cuenta corriente, en base

GRAFICO V-13

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: otros factores autónomos

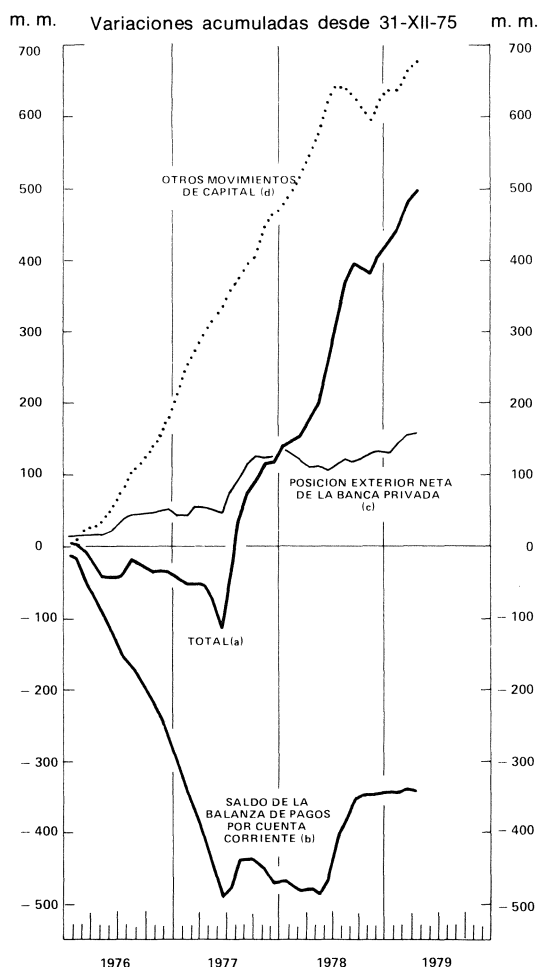


(a). No existe información sobre los saldos medios diarios de los conceptos recogidos en el gráfico, que se representan, por tanto, a través de los saldos a fin de mes. La doble presentación del total permite apreciar, — que, en este caso, no habría grandes diferencias entre saldos a fin de mes y saldos medios mensuales. (b). Véase detalle en el gráfico V-14. (c). — Véase detalle en el gráfico V-15. (d). Entidades oficiales de crédito, cooperativas de crédito, sector privado, otros valores, cuentas de capital y — cuentas diversas.

a los datos suministrados por el registro de caja del Banco de España de las operaciones con el exterior; las variaciones acumuladas de la posición neta con el exterior de la banca privada, según la misma fuente (1); y, obtenido por diferencia, el perfil de las variaciones acumuladas de un resto constituido fundamentalmente por flujos de capital a largo plazo no intermediados por el sistema bancario. Aunque el análisis detallado de la evolución del sector exterior ya se ha realizado en el capítulo III, aquí resulta de interés observar la contribución a lo largo del año de estos grandes componentes a la acción desarrollada por el sector exterior como factor de creación de liquidez. Se advierte que a lo largo de 1978 se mantuvieron e incluso se agudizaron las tendencias iniciadas a mediados del año precedente, tras la depreciación de julio. El saldo de las operaciones por cuenta corriente experimentó una notable mejoría durante 1978, consolidando la tendencia apuntada en el semestre precedente. El equilibrio, en términos de caja, de la cuenta corriente, que caracterizó la segunda mitad de 1977, persistió en la primera parte de 1978, para dejar paso, en el tercer trimestre, a un importante superávit, seguido de una nueva fase de equilibrio. La posición neta exterior de la banca mantuvo, en cambio, un perfil muy estable, con un ligero descenso durante el primer semestre, coincidiendo con una distensión de las condiciones del mercado interior que facilitó el reembolso del in-

GRAFICO V-14

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Detalle del sector exterior



(1) Se ha optado por esta fuente, en lugar de los balances de la banca, para paliar los problemas de valoración que, desde mediados de 1977, plantea este concepto. Véase, al respecto, el epígrafe 1.1 del capítulo VI.

tenso endeudamiento exterior contraído en el período julio-octubre del año anterior, y una moderada elevación en la segunda parte del año, en que el endurecimiento del mercado del crédito impulsó nuevamente a la búsqueda del crédito en el exterior, obstaculizado, sin embargo, por una política más restrictiva del Banco de España en la autorización previa de tales operaciones. El perfil resultante para el año 1978 se ve, sin embargo, atenuado por el comportamiento de los saldos en pesetas de no residentes, que se incrementaron durante la primera parte del año y experimentaron un descenso en la segunda, como consecuencia del restablecimiento, a finales de junio, del depósito obligatorio del 100 % sobre los nuevos saldos y la prohibición de pagar intereses. De este modo la observación exclusiva de los créditos interiores en divisas mediados por la banca presentaría, en las tendencias registradas en las dos partes del año, perfiles más acusados que los que revela el gráfico V-14. De cualquier modo, la mediación de la banca dentro de los movimientos netos de entrada de capital disminuyó en importancia en 1978 como consecuencia de la intensificación de las entradas de capital en forma de inversiones directas y la preferencia del recurso al exterior para financiaciones a largo plazo, en cuyo mercado la banca tiene una menor implantación (1). En cuanto a estos movimientos de capital a largo plazo, en 1978 se produjo una intensificación del ritmo de entradas netas, que ya habían alcanzado cifras muy importantes en los dos años anteriores. Además del hecho ya señalado de la contribución como factores más dinámicos de las inversiones directas y los créditos a largo plazo, cabe subrayar la preponderancia del sector privado como receptor de estas operaciones, ya que el sector público, según se verá más adelante, invirtió a mediados de año el signo de su comportamiento como demandante de créditos del exterior en relación a años anteriores. En todo caso, las entradas de capital a largo mostraron una importante flexión en el segundo semestre, debida fundamentalmente al reembolso anticipado por el Tesoro del crédito de 1.000 millones de dólares contraído en 1976-77, pero también a la política restrictiva seguida por el Banco de España en la autorización del endeudamiento privado con el exterior.

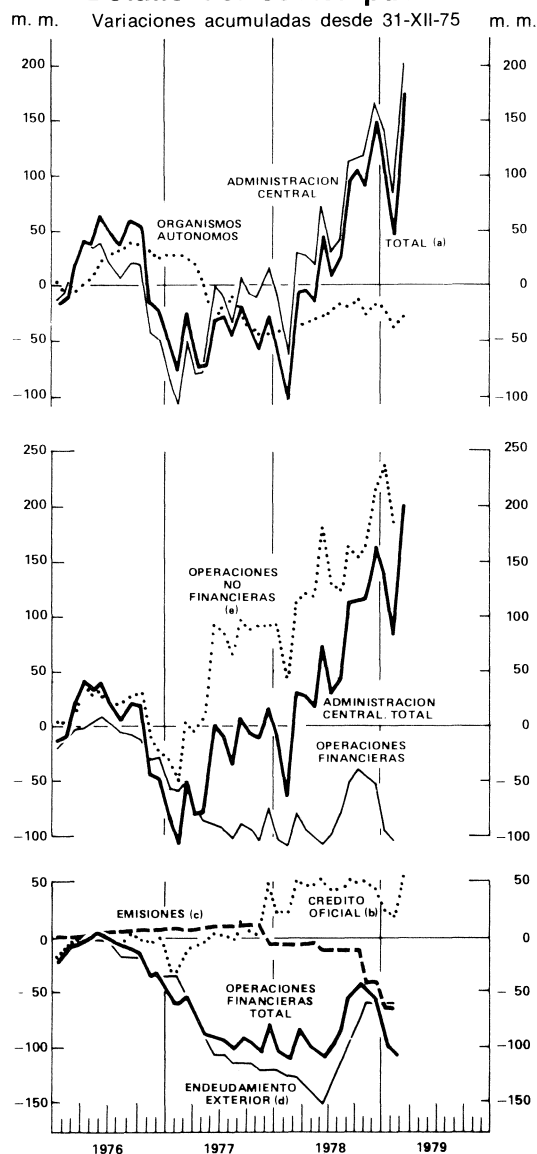
El análisis de la evolución de los **activos netos del Banco de España frente al sector público** se basará en el gráfico VI-15, que responde a una concepción similar a la utilizada para el análisis del sector exterior. En él, se presentan las variaciones acumuladas con respecto al 31-XII-75 de los factores que, a nivel muy agregado, determinan la posición neta del sector público frente al Banco de España. Nuevamente, para un análisis más pormenorizado del comportamiento del sector público, el lector deberá acudir al capítulo IV anterior y a los epígrafes 2 y 4 del capítulo VI.

(1) Véase, para un análisis más detallado de las operaciones del sistema bancario con el exterior, además del capítulo III, el epígrafe 1.1 del capítulo VI.

Como en años precedentes, la variación en 1978 de los activos netos del Banco de España frente al sector público se debió fundamentalmente a las operaciones de éste con la Administración Central. La financiación por el Banco de España a los organismos oficiales experimentó en 1978 un incremento, concentrado casi en su totalidad en el FORPPA, pero el peso moderado de esta variación y la falta de datos explican que no se intente aquí profundizar más en estos hechos. La Administración central incrementó, en cambio, en proporciones muy significativas su endeudamiento con el Banco de España, contribuyendo así de forma importante, y además bastante regular a lo largo del año, a la creación de activos líquidos. La segunda parte del gráfico V-14 demuestra la estrecha asociación que se mantuvo, a lo largo de todo el año, entre el endeudamiento de la Administración Central en el Banco de España y su creciente déficit por operaciones no financieras, es decir, básicamente el déficit entre ingresos impositivos y gastos, corrientes y de inversión, en bienes, servicios y transferencias. Merece la pena señalar que junto al ritmo creciente de ese déficit, sus características fluctuaciones estacionales, que provienen sobre todo de los ingresos fiscales, se agudizaron con el importante incremento de éstos. Las operaciones financieras del Tesoro con los restantes sectores de la economía no tuvieron

GRAFICO V-15

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Detalle del sector público



(a). Coincide con el "sector público" del gráfico V-13, y es igual a la suma de los restantes conceptos de este gráfico. (b). Dotaciones del Tesoro al crédito oficial menos emisiones de cédulas para inversiones. Signo (+) = déficit del Tesoro. (c). Emisiones netas de deuda, excluidos los bonos del Tesoro y las cédulas para inversiones. Signo (-) = incremento de esta fuente de financiación. (d). Signo (-) = incremento del endeudamiento. (e). Estimadas por diferencia entre los restantes conceptos. Incluye las operaciones financieras, de escasa importancia, distintas de las que se especifican en el gráfico. Signo (+) = déficit del Tesoro.

ron ninguna incidencia significativa en la primera mitad del año, y la que alcanzaron en la segunda mitad está sujeta a matizaciones. Así, la financiación neta del Tesoro al crédito oficial —dotaciones de crédito oficial menos emisión de cédulas para inversiones— no experimentó ninguna variación a lo largo del conjunto del año 1978. Las emisiones de deuda —véanse detalles en el epígrafe 2 del capítulo VI— sólo adquirieron importancia a finales del año y principios de 1979 y su efecto sobre el endeudamiento neto de la Administración Central en el Banco de España fue el de compensar buena parte del que, con signo contrario, había tenido en los meses anteriores el reembolso de créditos exteriores. Es preciso hacer, además, una precisión y respecto a las variaciones del mes de enero de 1979 relativas a emisiones y al crédito oficial que incluyen 55 m.m. de pesetas que, indirectamente, fueron adquiridos por el Banco de España, explicando el incremento de la cartera de fondos públicos de éste que se observa en el gráfico V-12 (1). En efecto 24,8 m.m. de deuda para financiar a las industrias siderúrgica y naval y 31,0 m.m. de cédulas para inversiones al 6,5 % emitidas en enero fueron adquiridos por el sistema bancario, pero a cambio de la cesión por éste al Banco de España de un importe equivalente de cédulas para inversiones al 4,5 %. Los datos de enero de 1979 presentados en el gráfico V-15 subestiman en ese importe el efecto monetario expansivo del sector público. El endeudamiento exterior de la Administración Central siguió incrementándose en la primera mitad de 1978, continuando así la tendencia de los dos años precedentes. Los graves problemas de balanza de pagos que se venían manifestando desde mediados de 1977 llevaron a la decisión de frenar el ulterior endeudamiento público en el exterior y de proceder incluso al reembolso anticipado del crédito de 1.000 millones de dólares obtenido en 1976-1977. Esto explica la fuerte reducción del endeudamiento exterior en la segunda mitad de 1978 y un consiguiente aumento del endeudamiento del Tesoro con el Banco de España. Ya se ha señalado, sin embargo, que este efecto expansivo sobre la creación de activos líquidos fue ficticio, pues estuvo exactamente compensado por una análoga reducción de los activos exteriores del Banco de España, de efecto contrapuesto.

La fuerte expansión que, como se ha visto, experimentaron en 1978 las operaciones del Banco de España que se han agrupado aquí bajo la denominación de «otros factores autónomos» fue uno de los fenómenos más importantes de la evolución monetaria de 1978, ya que, aunque el proceso tuvo su origen a mediados de 1977, su intensidad se vio mantenida, y aún incrementada, a lo largo de todo el año 1978. El resultado fue un aumento de estas operaciones sin precedente inmediato alguno en nuestra historia moneta-

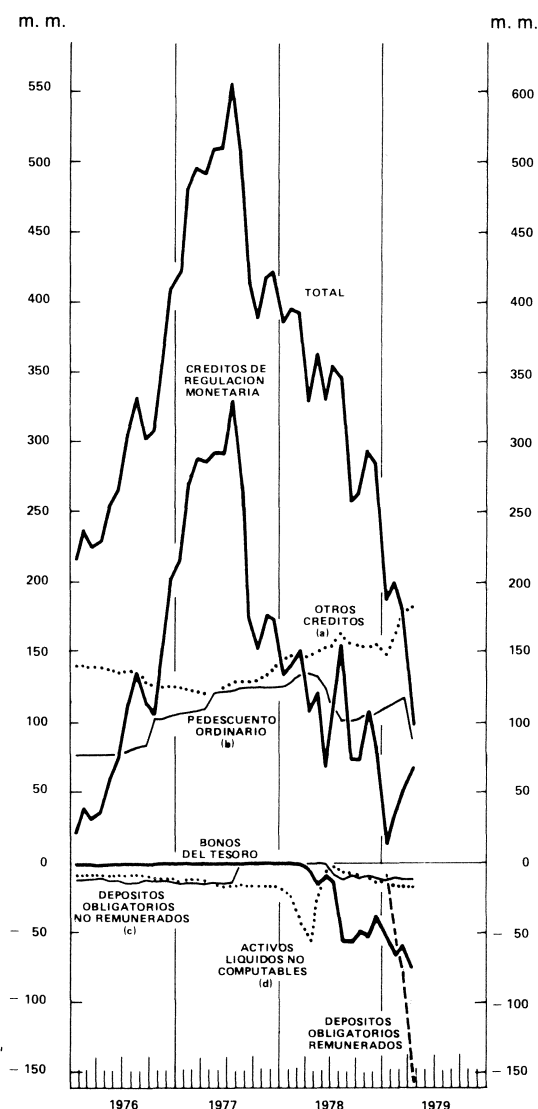
(1) Ese incremento aparece, en dicho gráfico, concentrado en el mes de febrero, como resultado de que las cifras representadas son medias mensuales de datos diarios y la operación tuvo lugar a finales de enero.

ria, pues en ningún momento de los años 1970-1975, en que estos factores operaron expansivamente, llegó a producirse, como ocurrió en 1978, que el importe neto de estas cuentas se duplicara en el cuso de un año. Enlazando este análisis con la exposición anterior, conviene señalar que los «otros factores autónomos» de los gráficos V-12 y V-13 coinciden prácticamente —la única diferencia, poco importante, la constituye la cartera de fondos públicos— con lo que en el gráfico V-9 se mostró como activos netos del Banco de España, en una presentación orientada a analizar, a nivel del conjunto del sistema crediticio, las contrapartidas activas del crecimiento de las disponibilidades líquidas. Ya se señaló en el epígrafe 2 que ello forzó a un proceso de moderación del crecimiento del activo neto del sistema bancario (gráfico V-9). Fue, como es lógico, el propio Banco de España quien impuso esa evolución a través de la reducción de su financiación neta al sistema bancario, que, dada la evolución relativamente estable de los activos de caja computables, respondió esencialmente a la de las cuentas que precisamente se analizarán ahora bajo la denominación de «autoridad monetaria».

Como ya se vio, la evolución de este conjunto se caracterizó por una pronunciada disminución —el saldo de estas cuentas se redujo, de nuevo, a la mitad aproxima-

GRAFICO V-16

Factores explicativos de los activos líquidos del sistema bancario: Autoridad monetaria



(a). Créditos con garantía de fondos públicos (límites), redescuento especial, redescuento de pólizas y pagarés de organismos oficiales (límites) y créditos personales. Excepto otros activos, se trata de créditos congelados o en proceso de extinción. (b). Límites. (c). Por pesetas convertibles e incumplimiento de coeficientes de inversión obligatorios. (d). Margenes de redescuento ordinario y de pólizas y pagarés de organismos oficiales sin utilizar y fondos públicos pignorable no pignorados.

damente en el curso del año 1978—, impuesta por el Banco de España con el fin de compensar la evolución del efectivo en manos del público y de los otros factores autónomos y mantener así dentro de los límites deseados la oferta de activos de caja computables y la expansión del sistema bancario. Según revela el gráfico V-16, donde se detalla la evolución de los componentes que integran el conjunto de la «autoridad monetaria», las acciones de drenaje realizadas por la autoridad monetaria se caracterizaron en 1978 por una gran variedad y complejidad. A diferencia de lo ocurrido en la segunda mitad de 1977, en que el peso de las acciones de drenaje de liquidez por la autoridad monetaria recayó sobre los créditos de regulación monetaria, en 1978 fue necesario el recurso a otros instrumentos, destacando las modificaciones de los límites de redescuento ordinario, la emisión de bonos del Tesoro y la aparición, ya en 1979, de la figura del depósito obligatorio remunerado.

En efecto, durante el período que va desde comienzos de 1976 hasta mediados de 1977 la constante elevación de la contribución de la autoridad monetaria a la creación de activos líquidos se vio alimentada básicamente mediante los créditos de regulación monetaria, generalmente a muy corto plazo, y, al alcanzar éstos saldos elevados, mediante la consolidación de una parte de ellos por ampliación de las líneas de redescuento. Del carácter asimétrico del principal instrumento sobre el que descansaba la intervención se deduce que, desde el punto de vista del control monetario, las posibilidades de inyección de activos líquidos eran ilimitadas y únicamente se planteaban problemas de estructura del endeudamiento de las instituciones crediticias con el Banco de España. No sucedía lo mismo a la hora en que la intervención debía dirigirse a esterilizar liquidez creada por otros factores, ya que los créditos de regulación sólo son operativos mediante la cancelación de los saldos existentes, y esta operatividad finaliza con la desaparición de los mismos, desaparición que, de hecho podía alcanzarse bastante antes de su reducción a cero, dada la inclusión dentro de los mismos de operaciones especiales no ligadas al control de la liquidez, y, sobre todo, de operaciones a plazo relativamente largo. Hacia mediados de 1978 comenzaron, pues, a apreciarse las limitaciones de capacidad del crédito de regulación monetaria para drenar liquidez, lo que hizo preciso proceder a una inevitable ampliación de las fórmulas utilizadas para instrumentar el drenaje de los activos líquidos.

Esa multiplicidad en la instrumentación de sus actuaciones hace que una descripción de las intervenciones de la autoridad instrumento por instrumento no tenga utilidad, siendo preferible una descripción cronológica del conjunto de la intervención, con alusión a los instrumentos pertinentes en cada caso. Hay otras dos razones adicionales a favor de ese planteamiento.

Una es el recurso que hizo el Banco de España a operaciones relacionadas con su cartera de fondos públicos, excluidos, como se dijo, del concepto de «autoridad monetaria», pero directamente relacionadas con las operaciones reflejadas dentro del mismo. Otra es que, junto a la actuación cuantitativa sobre el total de sus intervenciones, el Banco de España intentó en varios momentos alterar cualitativamente la estructura de sus relaciones financieras con el sistema bancario, en la idea de estimular, o frenar, con ello los incentivos para que éste expansionara sus operaciones.

Hasta el mes de abril, el total de la intervención del Banco de España a través de las cuentas incluidas en el concepto de autoridad monetaria se mantuvo estabilizado (primer trimestre) o tuvo un fuerte carácter contractivo (abril). Sin embargo, pese a esa tónica, la intervención del Banco persiguió introducir varios estímulos a un proceso de expansión del sistema bancario que había mostrado señales de gran debilidad. El principal elemento de esa política consistió en mantener la oferta de activos líquidos computables a través de la de créditos de regulación monetaria, pese a la escasa demanda de los mismos revelada por una caída muy importante de los tipos marginales de las subastas de tales créditos.

Como consecuencia, los tipos de interés de los créditos de regulación se situaron por debajo del tipo de redescuento y se generó un estímulo muy fuerte para tomar dichos créditos con el fin de reembolsar los redescuentos en vigor. Este proceso tuvo un desarrollo relativamente lento, que se explica por la necesidad de esperar al vencimiento de los efectos redescontados. Aun así, las cantidades dispuestas con cargo a los cupos de redescuento disminuyeron notablemente, produciendo el aumento de los márgenes de redescuento que revela el gráfico V-16. Si se tiene en cuenta que la ulterior utilización de esos márgenes podía ser inmediata, automática y, con relación a un previsible incremento futuro de los tipos de los créditos de regulación monetaria, barata, se comprenderá que el estímulo otorgado de este modo al sistema bancario era sustancial. Baste recordar que, en su calidad de activos líquidos (no computables en el coeficiente de caja, pero fácilmente convertibles en éstos), esos márgenes, que, unidos a otros conceptos análogos pero muy poco importantes, no solían representar más del 0,25 % de los depósitos bancarios, llegaron a alcanzar el 0,8 % a finales de abril. A lo largo del mismo período se produjo una segunda línea de actuaciones expansivas, a través de la conversión de los créditos de regulación monetaria a corto plazo en operaciones a mayor plazo. El cuadro V-4 y el Apéndice 50 ofrecen los detalles de ese proceso, que se inició en diciembre de 1977 con la concesión de créditos a un mes, siguió con la concesión de créditos a tres meses en febrero y marzo y culminó con la concesión de 40 m.m. a seis meses en marzo. Estas operaciones se hicieron al margen del

Créditos de regulación monetaria. Distribución por plazos (0) (a)

m. m.

	Total	1 día	7 días	15 días	1 mes	3 meses	Otros plazos
1977							
Septiembre	176,4	13,3	104,2	—	—	58,9	—
Octubre	152,0	23,8	111,4	—	—	16,8	—
Noviembre	176,8	53,4	117,3	—	—	6,1	—
Diciembre	175,3	47,5	101,8	—	25,9	—	—
1978							
Enero	134,6	20,2	80,1	—	34,2	—	—
Febrero	141,1	28,1	75,6	—	24,9	12,5	—
Marzo	153,5	17,2	59,7	0,9	11,6	35,7	28,3 (b)
Abril	108,8	15,7	17,4	—	—	35,7	40,0 (b)
Mayo	122,4	56,8	5,0	—	—	20,5	40,0 (b)
Junio	68,7	16,3	12,3	—	—	—	40,0 (b)
Julio	119,2	66,1	13,1	—	—	—	40,0 (b)
Agosto	157,6	88,2	22,8	—	6,5	—	40,0 (b)
Septiembre	74,6	48,9	18,0	—	—	—	7,7 (b)
Octubre	74,5	61,3	13,9	—	—	—	—
Noviembre	109,7	91,4	15,3	3,0	—	—	—
Diciembre	83,7	73,0	7,8	2,8	—	—	—
1979							
Enero	13,2	9,1	4,0	—	—	—	—
Febrero	72,8	67,5	5,4	—	—	—	—
Marzo	51,9	39,1	4,1	—	—	—	8,7 (c)
Abril	69,3	22,0	2,5	—	—	—	44,8 (c)

- (a) Los plazos indicados en las cabeceras sólo son indicativos. Las operaciones a un día incluyen operaciones a 2 días realizadas en sábados o a 3 días realizadas en viernes. Las operaciones a 7 días incluyen operaciones realizadas ocasionalmente a 4, 5, 6, 8 ó 9 días y las operaciones a 15 días, un mes y 3 meses incluyen operaciones a 14, 28 y 84 días, respectivamente, es decir, múltiplos del plazo de 7 días.
- (b) Se trata de distribuciones a 6 meses.
- (c) Oferta especial de 27-3-79 al 10 % para inversión en bonos del Tesoro. Los plazos fueron muy variados, desde un día hasta 3 meses.

sistema de subastas iniciado en septiembre de 1977, retornando para ello al sistema de repartos proporcionales típico del pasado y con tipos de interés inferiores (febrero) o próximos (los meses restantes) al tipo de redescuento del propio Banco. Al mismo tiempo, como revela el gráfico V-16, se produjeron pequeños aumentos de las líneas de redescuento ordinario, ligados a las situaciones especiales que surgieron en ciertos bancos durante ese período. Aunque no motivada estrictamente por consideraciones de control monetario, hubo en este período otra actuación expansiva, como fue la compra por el Banco de España a las cajas de ahorro, entre noviembre de 1977 y enero de 1978, de unos 40 m.m. de obligaciones del INI (véase gráfico V-12), operación destinada a facilitar la adquisición por aquéllas de obligaciones emitidas por el sector privado que no encontraban colocación. Como es lógico, esta operación, de carácter expansivo, fue compensada a través de los epígrafes de «autoridad monetaria», que, en ausencia de aquélla, hubieran experimentado un incremento análogo.

Para el mes de abril, el Banco de España, como se analizó en el epígrafe 3, consideró necesario suspender esta política compensatoria, cosa que no era fácil dada la magnitud que tenían por esa fecha los márgenes de redescuento no utilizados y los créditos de regulación monetaria concedidos a plazos relativamente largos. El escaso nivel medio que los créditos de regulación a uno y siete días llegaron a alcanzar en marzo y abril (cuadro V-4) ponía en peligro incluso la simple posibilidad de drenar liquidez. Con relación a los márgenes de redescuento, el Banco de España se resistía a eliminarlos por el procedimiento directo de reducir los cupos de redescuento, temiendo que, dada la magnitud de la reducción necesaria, ello se interpretara como un cambio brusco hacia una política restrictiva. En su lugar concertó con los grandes bancos una operación de venta de bonos del Tesoro a financiar con cargo a los márgenes de redescuento (véase Apéndice 50 y gráfico V-16). Esta operación, de 22 m.m., contribuyó a reducir esos márgenes, que habían alcanzado un máximo de unos 48 m.m. El resto desapareció también rápidamente en los meses de mayo y junio, a través de la utilización de los mismos, propiciada por el incremento de los tipos interbancarios, y de la reducción en junio de los cupos de redescuento en 15 m.m. En cuanto a los créditos de regulación otorgados a plazos de varios meses, no había más alternativa que la de esperar a su vencimiento. En el mes de junio la posibilidad de proseguir una actividad de drenaje de liquidez se vio seriamente comprometida y el Banco de España tuvo que apelar a todas las posibilidades. Junto a la ya citada reducción de los cupos de redescuento ordinario, se produjo la elevación del coeficiente de caja que quedó descrita en el epígrafe 3 (véase gráfico V-11) y se inició una política más activa para la emisión de bonos del Tesoro a tres meses, colocándose así unos 50 m.m. de los mismos (véanse los detalles de esas operaciones en el Apéndice 50). Estas operaciones serían renovadas, en su mayor parte, a su vencimiento en octubre, de modo que el saldo de bonos en circulación se mantuvo a un nivel elevado y estable durante toda la segunda parte del año. Este conjunto de actuaciones iba encaminado, no a drenar liquidez directamente, sino a facilitar un incremento de los créditos de regulación a corto plazo, que permitiese una futura intervención flexible, incluido naturalmente un eventual drenaje ulterior de liquidez. Como revela el gráfico V-16, ese objetivo se logró.

Dentro de este período se sitúa un pequeño episodio que merece una alusión. Ante las tensiones que se evidenciaban en el mercado interbancario, cuyos tipos se habían elevado en julio hacia la cota, desconocida hasta entonces, del 30 %, el Banco de España decidió suspender las subastas de créditos de regulación y retornar al sistema de reparto proporcional. Con la excepción de las operaciones a plazo de principios de año, el sistema de subasta de los créditos de regulación, iniciado en septiembre de 1977, se

había aplicado sistemáticamente durante todo el año. Las interpretaciones que inicialmente se hicieron del sistema en el sentido de que contribuía a incrementar los tipos de interés —recuérdese que las subastas se iniciaron en momentos de tensión del mercado interbancario— se disiparon en los primeros meses de 1978, al producirse, con subastas, los tipos más bajos jamás registrados por el mercado interbancario. Pese a esta evidencia, aquella interpretación resurgió a mediados de 1978, manifestándose en peticiones de suspensión del sistema de subasta. El Banco de España suspendió, en efecto, las subastas hacia finales de julio para retornar al reparto proporcional de sus créditos, a tipos de interés muy inferiores a los del mercado interbancario. Sin embargo, los tipos de interés interbancarios prosiguieron su escalada y alcanzaron bajo el sistema de reparto proporcional cotas superiores al 50 %. Vista la inutilidad del cambio, que incluso pudo contribuir a esa escalada, al llevar, en un mercado muy enrarecido, a una distribución inicial de fondos más alejada de las necesidades relativas de cada institución, y teniendo en cuenta que, pese a las apariencias, esos tipos no encarecían el coste medio del conjunto de la financiación del Banco de España al sistema bancario más que marginalmente, aquél retornó al reparto de sus créditos de regulación mediante subastas, sin que desde entonces se volviera a recurrir al sistema de reparto proporcional. Otro fenómeno general relativo a los créditos de regulación es que, tras la experiencia desfavorable resultante de las concesiones a plazos largos de principios de 1978, los créditos se otorgaron básicamente a corto plazo en el resto del año y, en el caso de los distribuidos mediante subasta, exclusivamente a un día (1).

La necesidad de drenar liquidez reapareció con gran fuerza en septiembre, con lo que los créditos de regulación a corto plazo volvieron a reducirse casi a cero y el Banco de España llegó a encontrarse durante algunos días sin posibilidades materiales de drenar los excedentes de liquidez que se estaban produciendo. (Este fenómeno queda encubierto en el cuadro V-4 por el carácter de media mensual de las cifras contenidas en él). En estas circunstancias, las autoridades monetarias decidieron deshacer la operación de compra al sistema bancario de fondos públicos que, basada en una redefinición transitoria de los coeficientes de inversión obligatoria, tuvo lugar a partir de abril de 1977 (2). A esos fines, se restableció la definición tradicional de esos coeficientes, de donde derivó la necesidad para las instituciones bancarias de un incremento de su cartera de fondos públicos de unos 64 m.m. (3), que le fueron cedidos en consecuencia por el Banco de

(1) Excepto en vísperas de festivos, en que se subastan créditos a dos o tres días.

(2) Véase Informe de 1977, pp. 222, 335 y 338.

(3) Véanse los detalles de esta operación en el Anexo Legislativo.

España con cargo a su propia cartera (véase gráfico V-12), financiándolos mediante un incremento de créditos especiales de regulación monetaria a 7 días que, dadas las necesidades de drenaje de liquidez, resultó ser muy efímero (véase Apéndice 50). Las posibilidades de intervención del Banco de España habían mejorado relativamente entretanto, por el vencimiento de los créditos a seis meses otorgados en marzo y su sustitución por créditos a corto plazo (véase cuadro V-4).

A lo largo del cuarto trimestre de 1978 las intervenciones de la autoridad monetaria en el proceso de creación de liquidez fueron relativamente pequeñas y no plantearon problemas serios, que reaparecieron, con intensidad desusada, en los días finales de 1978 y en los primeros meses de 1979. El Banco de España intentó inicialmente hacer frente a los problemas de intervención activando una vez más las emisiones de bonos del Tesoro, ofreciendo los títulos a diversos plazos (15 días, 7 días o incluso inferiores) más ajustados a los que habitualmente opera el mercado interbancario y practicando una política de tipos de interés más próximos a los del mercado. Sin perjuicio de la persistencia en esta política durante los meses siguientes, las necesidades de drenaje y la conveniencia de elevar el nivel de los créditos de regulación llevaron finalmente a introducir, como nuevo instrumento de drenaje de liquidez, los depósitos obligatorios en el Banco de España, remunerados al tipo básico del mismo (1). Esta figura podría interpretarse como una elevación *sui generis* del coeficiente de caja, del que se diferencia por su remuneración y por no estar ligado continuamente al crecimiento del pasivo, o como la emisión por el Banco de España de títulos remunerados, caracterizados por ser de adquisición obligada e intransmisibles, y realmente constituye un compromiso entre esas dos soluciones extremas. Interpretada en los esquemas de análisis del Banco de España desde el segundo punto de vista, el gráfico V-16 muestra la intensidad con que el nuevo instrumento se utilizó en los primeros meses de 1979. Tras la fijación inicial de los depósitos obligatorios en un 1 % de los pasivos computables (diciembre-febrero, pues se introdujo en fracciones de 0,25 %), se incrementaron al 2 % a finales de marzo y al 3 % a principios de mayo. Entre marzo y abril se procedió además a la reducción de los límites de resdescuento en unos 50 m.m. Pese a las apariencias, el fuerte incremento experimentado por la cartera de fondos públicos del Banco de España en el mes de enero (véase gráfico V-12), no tuvo ninguna motivación de control monetario. Como ya se vio, ese movimiento ha de considerarse como una financiación adicional del Banco de España al sector público, que influyó

(1) Véanse detalles sobre este instrumento y su aplicación en el Anexo legislativo y en el Apéndice 50.

fuertemente, por supuesto, en el carácter contractivo de la «autoridad monetaria» en el mes de enero.

5. EL PROCESO DE EXPANSION DEL SISTEMA BANCARIO

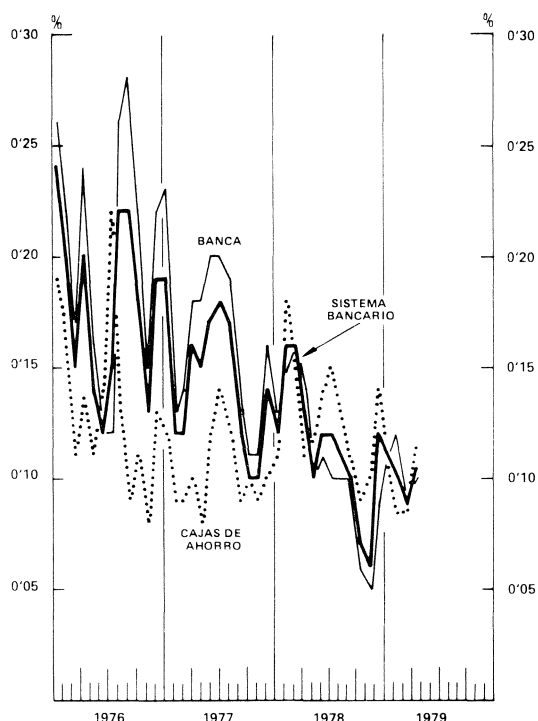
En los epígrafes anteriores se han presentado casi todos los factores que, por el lado de las actuaciones de la autoridad monetaria, condicionaron a lo largo de 1978 el proceso de expansión del sistema bancario e incluso se ha aludido repetidamente, desde aquel ángulo, a los principales rasgos de éste. A continuación se intentará, sin embargo, centrar la atención en ese mismo proceso visto desde el ángulo del sistema bancario.

La expansión de los depósitos del sistema bancario está condicionada por la oferta de activos líquidos computables en el coeficiente de caja y por los excedentes de caja mantenidos por el sistema bancario. La expansión de los activos del sistema bancario está condicionada por esos factores, pero además por las variaciones de la financiación neta suministrada por el Banco de España. Conviene, pues, ver, en primer lugar los grandes rasgos que caracterizaron la evolución en 1978 de esos dos grupos de factores condicionantes, para examinar luego, siguiendo un orden cronológico, la evolución del proceso de expansión bancaria.

La evolución de la oferta de los activos líquidos computables en el coeficiente de caja ya ha sido examinada anteriormente, y no será necesario volver sobre el tema. Sí conviene examinar las líneas de tendencia en la evolución de los excedentes de caja del sistema bancario, presentada en el gráfico V-17. Al igual que en cada uno de los años precedentes, en 1978 persistió, e incluso

GRAFICO V-17

Excedentes de caja del sistema bancario (0)



Los excedentes de caja se definen como los activos de caja computables en el coeficiente legal de caja mantenidos por encima del mínimo legal, expresados en porcentaje de los pasivos computables.

se acentuó, la tendencia a la baja en el nivel medio de excedentes mantenidos por el sistema bancario. Al comentar en Informes anteriores este hecho, se apuntaba siempre a la posibilidad de que se tratase de un fenómeno sistemático, pero también se presentaron varios argumentos que, explicando la evolución propia de cada año, dejaban abierta la posibilidad de que ese fenómeno fuera transitorio. El mero transcurso del tiempo ha ido confirmando, para los años pasados, la presencia de una tendencia histórica a la baja de los excedentes, cuya explicación hay que buscar fundamentalmente en la mejora por las entidades bancarias de su gestión de tesorería y por el Banco de España de sus técnicas de control e instrumentación. Como es lógico, siendo posible que esas mejoras siguieran operando en 1978, queda siempre la duda de que la evolución más reciente no obedezca a esas causas sino a otros fenómenos circunstanciales. Hay así, por un lado, razones para pensar que la tendencia histórica a la baja siguiese operando en 1978. No se trata sólo de la mera inercia de un proceso cuyas causas se remontan a varios años atrás, sino que pueden mencionarse nuevos factores específicos. El principal serían las subastas de créditos de regulación —introducidas en septiembre de 1977 y operantes durante casi todo el año 1978— como mecanismo que garantiza en buena medida una financiación de emergencia por parte del Banco de España, reduciendo así la necesidad de mantener excedentes. Otro factor fue la política seguida por el Banco de España, también desde septiembre de 1977, de controlar las medias decenales de su oferta de activos líquidos en lugar de controlar simplemente las cifras diarias. Contra lo que pudiera parecer, esta medida tendió a estabilizar la evolución a corto plazo de la oferta de activos líquidos —no al nivel diario, sino al nivel decenal, que es el relevante tal como se computa el coeficiente de caja—, de donde pudo derivar otro estímulo a favor de la reducción de los excedentes medios de caja. Pero, como en años anteriores, hay que considerar, por otro lado, la presencia de factores coyunturales que, afectando a la baja el nivel de los excedentes, pudieran dejar de operar más adelante y elevar el nivel medio de éstos en el futuro.

En realidad tales factores coyunturales no son identificables y en última instancia se reducen a decir que la tendencia a la baja de los excedentes refleja una intensificación relativa del proceso de expansión bancaria, que podría haber excedido el nivel medio deseado por la banca a plazo medio, dejando abierta, de este modo, una posibilidad de que aquella tendencia cambie más adelante de signo. Por otra parte es fácil relacionar la tendencia histórica a la baja de los excedentes con una tendencia histórica al alza de los tipos de interés interbancarios. Pero, aún ignorando la existencia de causas independientes para uno y otro fenómeno, es evidente que esa asociación no permite decir que un fenómeno es causa del otro ni sirve para concluir que se trate de un fenómeno coyuntural. En suma, sólo el transcurso

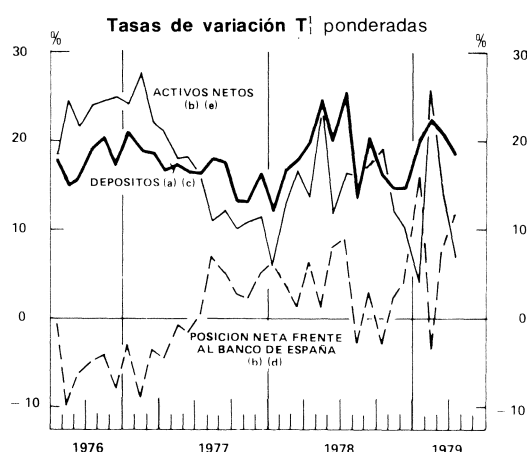
del tiempo permitirá decidir en qué medida la continuación en 1978 de la tendencia a la baja de los excedentes fue un fenómeno coyuntural o un fenómeno permanente.

Pasando ahora a la financiación del Banco de España al sistema bancario como condicionante adicional de la expansión de los activos netos de aquél, ya se ha visto en el epígrafe anterior cómo esa financiación, en términos netos, se redujo muy sustancialmente a lo largo de 1978. Conviene, sin embargo, a los efectos presentes considerar conjuntamente esa financiación neta y los activos líquidos computables, saldándolos y definiendo el saldo como «posición neta del sistema bancario frente al Banco de España», igual, por definición, a la diferencia entre los depósitos y los activos netos del sistema bancario. El gráfico V-18 permite interpretar la evolución en 1978 de las relaciones del sistema bancario con el Banco de España como

una mera continuación de la situación surgida a mediados de 1977. Desde entonces la posición neta del sistema bancario frente al Banco de España «mejoró» sistemáticamente, debido a la reducción de la financiación facilitada por aquél, forzando a que los activos netos del sistema bancario crecieran a un ritmo sustancialmente inferior al de sus depósitos (1). Este fenómeno no fue más que el impacto al nivel del sistema bancario del aumento de la contribución de los activos netos del Banco de España al crecimiento de las disponibilidades líquidas, que se analizó por referencia al gráfico V-9. La semejanza entre éste y el gráfico V-18 es la prueba más sencilla de una relación que, por lo demás es fácil de deducir de las identidades contables que presiden todo el análisis de este capítulo (2).

GRAFICO V-18

Evolución de los depósitos del sistema bancario y contribución de sus factores explicativos (*, 0)



(a), (b) y (c). Véanse las mismas notas del gráfico V-7, cuyas referencias a las "disponibilidades líquidas" han de entenderse aquí sustituidas por los "depósitos del sistema bancario". (d). Activos líquidos, más depósitos obligatorios en el Banco de España y bonos del Tesoro, menos crédito recibido del Banco de España; igual por definición, a los activos netos del Banco de España (véase gráfico V-9). (e). Saldo neto de todas las cuentas del balance excepto depósitos y posición neta frente al Banco de España.

(1) El fenómeno queda, además, parcialmente subestimado en el gráfico V-18, donde la importante compra de fondos públicos por el sistema bancario al Banco de España, en septiembre de 1978, aparece como aumento de los activos netos del sistema bancario, siendo en realidad una forma sui generis de alterar su posición frente al Banco de España.

(2) El esquema contable en que se basan los gráficos V-18 y V-9 es el siguiente: a partir de un balance simplificado del Banco de España tal como $(E + L = FSB + AN_1)$ —donde E es el efectivo en manos del público, L los activos

En el desarrollo del proceso de expansión bancaria a lo largo del año 1978 pueden distinguirse cuatro etapas diferenciadas.

La primera etapa corresponde en realidad a finales de 1977, pero tuvo su culminación en el mes de enero de 1978 y se caracterizó por una notable desaceleración del proceso expansivo, en respuesta a las actuaciones restrictivas del otoño de 1977. Esa desaceleración ya fue analizada en el Informe precedente, pero conviene volver sobre un aspecto de la misma que iba a desempeñar un papel importante. Se trata de la debilidad de la demanda de crédito que se hizo sentir a finales de 1977 y principios de 1978. En el propio Informe de 1977 se formularon explicaciones tentativas de ese fenómeno en base a los retrasos que por esas fechas se produjeron en el pago de las cuotas de la seguridad social y, debido a las elecciones sindicales, en el proceso de contratación laboral colectiva, sin excluir un efecto indirecto de las restricciones monetarias de los meses precedentes, que, deprimiendo los planes de gasto, redujeran las necesidades ulteriores de financiación. Los meses transcurridos desde entonces no han aclarado mucho las cosas, sobre todo porque la escasez y deficiencia de los indicadores sobre producción, inversión y otras variables reales hacen difícil establecer diferencias significativas entre períodos inferiores al semestre. De todos modos, los datos disponibles permiten algunas conclusiones más o menos firmes. La primera es que, en efecto, la disminución de la demanda fue un hecho real. Esto es lo que se deduce del indicador de la demanda de crédito que se recoge en el gráfico V-19 y, más indirectamente, del cambio de tendencia de los indicadores de protestos y de dificultades financieras presentados en el mismo gráfico. Ello no significa que, como también se señaló en el Informe precedente, no existiese asimismo un problema de oferta, debido a una actitud más cautelosa de las entidades bancarias ante las dificultades financieras crecientes de su clientela, evidentes en el ya citado indicador de protestos, y puestas espectacularmente de manifiesto con la crisis, en enero de 1978, del Banco de Navarra y las posteriores dificultades de otras instituciones. La segunda conclusión es que hay bastantes indicios que sugieren que, contra lo que parecería deducirse de la restricción monetaria del otoño de 1977, los meses finales de 1977 e iniciales de 1978 no se caracterizaron por una caída de la producción, sino por lo contrario, unido a una mejora de la situación financiera del sector empresas. La producción pareció aumentar en ese período, así como los precios de

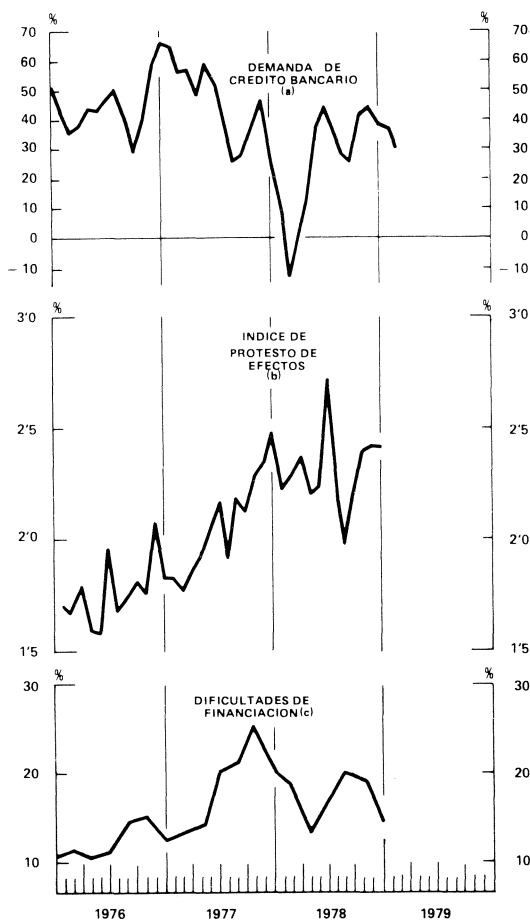
líquidos computables del sistema bancario, FSB la financiación neta al sistema bancario (créditos menos activos líquidos no computables en el coeficiente de caja, depósitos obligatorios y bonos del Tesoro) y AN_1 el saldo neto de sus restantes activos menos sus pasivos no monetarios (activos netos)— y de un balance simplificado del sistema bancario tal como $(D + FSB = L + AN_1)$ —donde L y FSB corresponden a las magnitudes ya definidas, vistas desde el lado del sistema bancario, D son los depósitos de éste y AN_2 es el saldo de sus restantes activos menos sus pasivos no monetarios (activos netos)—, se llega, por consolidación, a un balance del sistema crediticio que es $(E + D = AN_1 + AN_2)$, donde $(E + D)$ son las disponibilidades líquidas. La posición neta del sistema bancario frente al Banco de España se define como $(L - FSB)$.

venta; esto es particularmente cierto de las exportaciones y, sobre todo, de sus precios, en los que se repercutió fuertemente el margen ofrecido por la depreciación de la peseta; todo esto se consiguió sin aumento del empleo (el paro creció de forma particularmente intensa), y con los ya citados retrasos en los aumentos de salarios y en el pago de las cuotas de la Seguridad Social; en suma, todos los hechos hacen al menos verosímil la posibilidad de una mejoría apreciable, aunque acaso transitoria, del ahorro del sector empresas, que, unido a la atonía de la inversión privada, podría justificar la caída de la demanda de crédito.

La segunda etapa del proceso de expansión bancaria fue la fase de fuerte aceleración que discurre entre febrero y mayo, favorecida, como ya se vio, por una actitud compensatoria de las autoridades monetarias y por la superación del bache creado por la debilidad de la demanda de crédito. El sistema bancario se fue encontrando con una acumulación de estímulos para emprender una política más agresiva de incremento de sus activos rentables: excedentes de caja comparativamente elevados, márgenes sustanciales de redescuento sin utilizar, consolidación a plazos largos de su endeudamiento con el Banco de España, tipos de interés interbancarios y del Banco de España en sus mínimos históricos y directrices del propio Banco animándoles a una expansión más intensa. No hay evidencia objetiva clara de que esto se tradujese en disminución de los tipos bancarios con la clien-

GRAFICO V-19

Indicadores de demanda de crédito y dificultades de financiación



(a). Resultados de la encuesta realizada por el Banco de Bilbao entre sus propias oficinas. Diferencia entre los porcentajes de las que señalan tendencia al aumento y tendencia a la baja en las demandas de crédito recibidas. (b). Valor en los efectos protestados en cada mes (desestacionalizados), expresado como forma aproximada de deflactarlo, en porcentaje del valor a fin del mes de la cartera de efectos, incluidos los redescuentos, de la banca (desestacionalizado). (c). Resultados de la encuesta bimensual de opiniones de la Cámara de Comercio e Industria de Barcelona. Porcentaje de empresas que declaran que las dificultades de financiación fueron uno de los factores que frenaron sus inversiones.

tela o en una política más liberal de concesión de créditos; pero existen muchos datos fragmentarios, difíciles de resumir aquí, que hacen pensar que, en efecto, algo de ello ocurrió. Por otro lado, la fase de debilidad de la demanda de crédito no se prolongó mucho (véase gráfico V-19, indicador de demanda), debido acaso a que la pausa en los incrementos salariales y en el pago de las cuotas de Seguridad Social tocó pronto a su fin y a que el proceso de desaceleración de los incrementos de precios presionaba de nuevo sobre las posibilidades de autofinanciación. El hecho es que el ritmo de adquisición de activos rentables por el sistema bancario fue acelerándose rápidamente (véase gráfico V-18) y, con él, el de crecimiento de los depósitos. Los excedentes de caja del sistema se erosionaron y los tipos interbancarios tendieron al alza, pero todo dentro de unos márgenes razonables, mientras que el indicador de protestos y el de dificultades financieras (véase gráfico V-19) se mantenían estables o mejoraban.

La aceleración del proceso de expansión fue agotando los amplios márgenes de expansión otorgados en este período por la autoridad monetaria (véase cuadro V-3), con lo que, a partir de mayo, se abre otra etapa, que se prolongaría durante todo el verano, en la que la expansión del sistema bancario, siendo intensa, se vio muy contenida por la actuación de la autoridad monetaria. El ritmo de crecimiento del crédito neto del sistema bancario se estabilizó a un nivel comparativamente alto (véase gráfico V-18), mientras que los excedentes de caja (gráfico V-17) mostraron pocas variaciones. Estos hechos encubrían una situación muy tensa, evidenciada por la evolución de los tipos interbancarios. La relativa estabilidad del crecimiento del activo neto del sistema coincidió con una notable inestabilidad del crecimiento de sus depósitos, paralela a la de su posición neta frente al Banco de España (gráfico V-18), que demuestra, de un lado, la falta de respuesta del proceso de adquisición de activos netos por el sistema bancario a la evolución de su posición neta frente al Banco de España y, por tanto, la intensidad de aquél y, de otro lado, una evolución de la oferta de activos líquidos por el Banco de España suficiente para sustentar ese crecimiento de los depósitos sin un deterioro marcado de los excedentes de caja. Dentro de este período, se distinguen incluso dos fases: una la de los meses de mayo a julio, de fuerte crecimiento de la oferta de activos líquidos por el Banco de España y de los depósitos del sistema bancario y otra, la de los meses de agosto y septiembre, con una desaceleración significativa de ambos. La desaceleración, particularmente importante, del mes de agosto, explicaría el incremento espectacular de los tipos interbancarios, pese a que no tuvo como efecto una caída significativa del excedente de caja. En resumen, esta etapa entre mayo y septiembre se caracterizó por un fuerte conflicto entre la intensidad de la expansión del activo neto del sistema bancario y una

actuación de las autoridades que, consintiendo ritmos de crecimiento sustanciales, estaba intentando contener ese proceso, pero no llegó a aplicar a fondo, en razón a la evolución de los tipos de interés interbancarios y de la financiación bancaria al sector privado, todas sus posibilidades de hacerlo. A lo largo de este período el indicador de dificultades de financiación vuelve a deteriorarse, aunque menos que en la segunda mitad de 1977, pero el indicador de protestos, que se mantuvo a un nivel elevado y con algunos altibajos, no tendió al alza (gráfico V-19).

La última etapa del proceso de expansión bancaria en 1978 es la que discurre a lo largo del último trimestre del año y se inició con una nueva y más importante desaceleración de la oferta de activos líquidos por el Banco de España y, dada la paulatina erosión de los excedentes de caja del sistema bancario en los meses precedentes, una caída sustancial del potencial de expansión a corto plazo del sistema. Los tipos interbancarios volvieron en octubre a alcanzar los niveles espectaculares de agosto, al mismo tiempo que los excedentes de caja se reducían fuertemente; y el sistema bancario, que había estado sometido durante los tres meses anteriores a fuertes presiones para que ajustara su expansión, sin que lo hiciera, procedió finalmente a reducir de forma muy significativa su ritmo de adquisición de activos netos. Las cifras del gráfico V-18 son, en este punto, un mal indicador, pues el aumento del activo neto del sistema, se incrementó sustancialmente en octubre. Pero hay que tener en cuenta que, como ya se dijo, ese aumento, y el deterioro de la posición frente al Banco de España se vieron artificialmente exagerados ese mes por la importante adquisición de fondos públicos procedentes de la cartera del Banco de España, que éste impuso al sistema bancario (1). Esa desaceleración se fue agudizando a lo largo del trimestre y culminó, en el mes de enero, con la cifra más baja de crecimiento del activo neto del sistema registrada en muchos años. Ese record se explica por un crecimiento extremadamente alto en ese mes del activo neto del Banco de España, que contribuyó a reactivar el crecimiento de los depósitos del sistema. La citada fase de desaceleración del activo neto del sistema bancario coincide, sorprendentemente, con una mejora del indicador de dificultades de financiación y no trajo consigo un aumento apreciable del indicador de protestos (gráfico V-19), fenómenos que no pueden asociarse a la caída de los tipos interbancarios en diciembre, que, de una parte, coincidió con alzas de los restantes tipos bancarios (gráfico V-10) y, por otra, reflejaba básicamente el hecho de que el propio proceso de ajuste instrumentado por el sistema bancario había reducido, a través de una sensible reconstrucción del nivel de excedentes (gráfico V-17), las tensiones de liquidez.

(1) La operación se realizó en los últimos días de septiembre, por lo que, al operar con medias mensuales de datos diarios, su efecto se refleja esencialmente en las cifras de octubre.

La evolución de los depósitos y activos netos del sistema bancario en los primeros meses de 1979 se vio muy distorsionada por la huelga bancaria del mes de febrero, uno de cuyos efectos fue producir anormales desfases de contabilización que se tradujeron en un incremento artificial de las cifras de aquellas magnitudes. Las anomalías no se pueden conocer con exactitud y sólo cabe una estimación de las mismas, de la que se deduce que el efecto contable fue muy intenso en los datos de febrero y todavía perceptible en los del mes de marzo. Todas las cifras utilizadas en este capítulo, salvo indicación en contrario, son las cifras corregidas a partir de dicha estimación y no las cifras originales. Con las posibles dudas que de ahí derivan, el hecho es que el crecimiento de los depósitos bancarios experimentó una sensible aceleración en los meses de enero y febrero, impulsada en enero por los factores autónomos de creación de liquidez y en febrero por un aumento muy pronunciado de los activos netos del sistema (gráfico V-18). Este último no se confirmó en el mes siguiente, cuando los factores autónomos volvieron a ejercer un impulso fuertemente expansivo, que permitió un aumento apreciable de los depósitos bancarios, aunque a una tasa más moderada. En el proceso, los excedentes de caja del sistema bancario se deterioraron fuertemente, pero los tipos interbancarios se mostraron estables. No obstante, estos tipos experimentaron un alza pronunciada en abril y mayo, debido, de un lado, a los intentos del sistema bancario por reponer su erosionada situación de liquidez y, de otro, a un control más estricto de la oferta de activos líquidos por parte de la autoridad monetaria ante la evidencia de las desviaciones que se habían producido respecto a sus objetivos. La información disponible sobre esta fase de ajuste del sistema bancario es todavía insuficiente, pero la caída de tipos de interés interbancarios a finales de mayo y junio indica que ese ajuste tocó pronto a su fin.

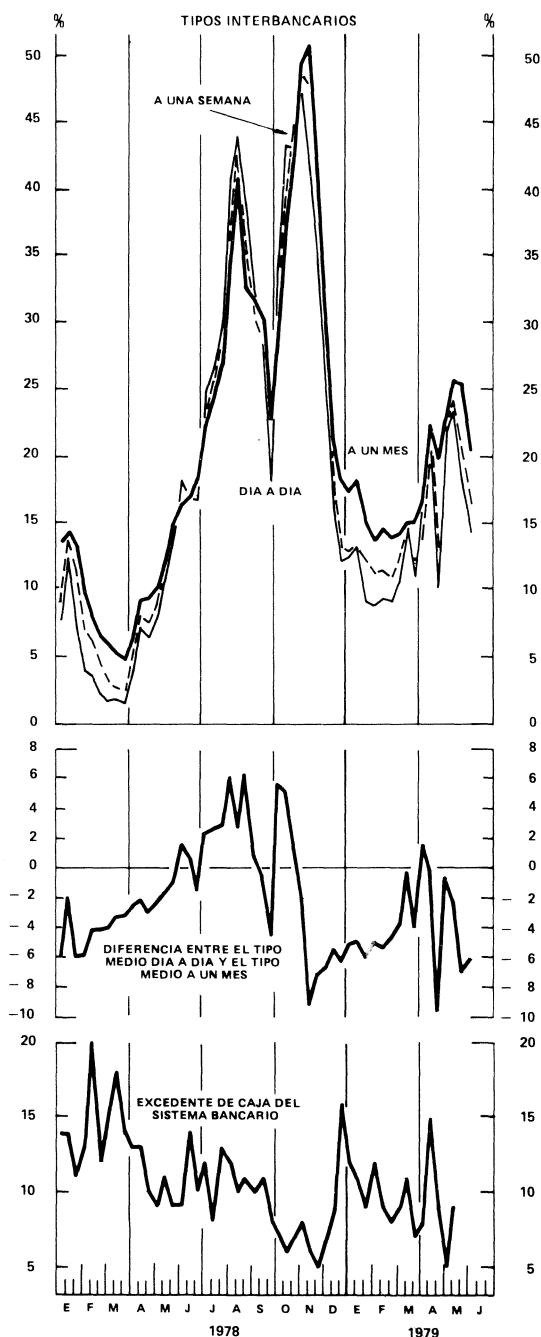
Tanto en el epígrafe 2 como en la primera parte de éste se ha hecho referencia de modo fragmentario a la evolución del mercado interbancario y de sus tipos de interés. Se ha señalado que durante 1978 éstos registraron cotas extremas tanto en los niveles altos como en los bajos. En el proceso de formación de tipos de interés en este mercado intervienen un conjunto de factores no siempre fáciles de evaluar, pero que están relacionados de algún modo con el nivel de excedentes de activos líquidos con que cuenta el sistema bancario en cada momento, el nivel deseado de dichos excedentes, las fluctuaciones en la oferta de activos líquidos instrumentada por las autoridades monetarias, y el grado de disparidad entre los objetivos a corto plazo de la política monetaria y los formulados por el sistema bancario. Estos últimos a su vez se verán afectados por la presión de la demanda de fondos de la economía. Por otro lado, una de las características ya conocidas del mercado interbancario es la de desarrollar sus operaciones a plazos muy cortos, hasta el punto que los plazos superiores a un mes tienen es-

casa relevancia. El hecho de que este instrumento sea prácticamente el único sobre el que recae el ajuste a corto plazo, al no existir instrumentos alternativos, y que el resto de las operaciones bancarias a menos de un año se encuentren sometidas a tipos regulados, favorece indudablemente las fluctuaciones de los tipos de interés interbancarios. Asimismo, la propia volatilidad de los tipos dificulta el alargamiento del plazo de las operaciones.

Tomando el tipo de interés de las operaciones a un mes como referencia (aunque realmente no existen grandes diferencias si se toma cualquier otro plazo), se observa (véase gráfico V-20) que durante el período comprendido entre mediados de febrero y mediados de abril, el tipo de interés se situó por debajo del tipo básico (8 %); entre esta última fecha y finales de junio se mantuvo por debajo del 20 %, superando a partir de entonces ese nivel y no volviendo a retornar a él hasta la segunda mitad de diciembre. En todo este intervalo hubo además dos períodos —el que comprende el mes de agosto y primera mitad de septiembre, y el que va desde el primer tercio de octubre hasta primeros de diciembre— en que los tipos de interés superaron el 30 %, y aún el 40 %, alcanzándose la cota del 50 % en la primera mitad de noviembre. Nuevamente, a partir de mediados de abril de 1979, el tipo de las operaciones a

GRAFICO V-20

Tipos de interés del mercado interbancario y excedentes de caja (Ø)



un mes, tras un primer trimestre de gran estabilidad, experimenta elevaciones que superan el 20 %, para mostrar en el momento de redactar estas páginas una nueva tendencia a la baja.

La profunda caída de tipos de interés de los primeros meses de 1978 respondía al contenido expansivo de la oferta de activos líquidos, que si bien desde un primer momento activó moderadamente el crecimiento de los depósitos, permitió una importante reconstrucción de excedentes. Durante los meses de abril y mayo comenzó a acelerarse el ritmo de crecimiento de los depósitos, apoyado inicialmente en el elevado nivel de excedentes y en una oferta de activos líquidos todavía amplia, si bien esa misma aceleración fue absorbiendo el margen disponible y condujo a una paulatina elevación de tipos de interés que desembocó en las últimas fechas de mayo y primeras de junio en manifiestos síntomas de tensión. Así durante la primera mitad de junio se invirtió, por primera vez en el año, el abanico normal de tipos de interés, al superar los de las operaciones a uno y siete días el tipo de las operaciones a un mes. Los meses posteriores constituyeron el período de mayores tensiones, en que el mantenimiento de los objetivos monetarios perseguidos entró en colisión con el ritmo de crecimiento efectivo de los depósitos bancarios. Como ya se ha señalado anteriormente, el fuerte crecimiento del activo neto del Banco de España exigió un importante ajuste a la baja en el crecimiento de los activos netos del sistema bancario. No se apreció deterioro del nivel medio de excedentes, debido a que la oferta de activos líquidos cedió, en alguna ocasión, como en la última parte de junio, por problemas de control, en otras ante la presión de los tipos de interés, en un proceso de ajuste prolongado. En el último trimestre del año se produjo un descenso de los niveles de excedentes, con fuerte elevación de los tipos en el mes de octubre y primeros de noviembre, que cederían rápidamente ante la desaceleración del ritmo de crecimiento de los depósitos, permitiendo incluso en diciembre la reconstrucción del nivel de excedentes. La relativa distensión de los tipos de interés durante el primer trimestre de 1979, con un deterioro del nivel de excedentes, abona la tesis de que la tendencia al decrecimiento del nivel deseado de excedentes de liquidez persiste, o más bien de que, tras fuertes ajustes en que los excedentes caen a niveles no habituales, como los de octubre y noviembre, se registra una revisión del nivel de referencia. A pesar de esto, tras la aceleración del ritmo de crecimiento de los depósitos en el primer trimestre, los tipos de interés iniciaron una nueva tendencia al alza, no tan virulenta como la de igual período del año anterior y que, según los últimos datos disponibles, aparece como transitoria.

En relación a los diferenciales de tipos según plazos, se aprecia con gran regularidad un estrechamiento del abanico de tipos en los momentos de

tensiones en el mercado. En los momentos en que las tensiones adquieren gran intensidad los tipos de interés de los plazos «cortos» (un día, siete días) superan en nivel a los plazos «largos» (un mes), pudiendo mantenerse esta situación durante períodos bastante prolongados. Buena prueba de ello fueron los períodos que comprenden el mes de julio y buena parte de agosto, y el mes de octubre de 1978. Por el contrario, se pueden identificar durante 1978 dos situaciones en que los diferenciales normales de tipos se ampliaron transitoriamente de forma inusual, por caída de los tipos de los plazos más cortos, y que están localizados en la segunda mitad de junio y en la segunda mitad de septiembre. En ambos casos se trata de aumentos temporales de la oferta de activos líquidos debidos a problemas de control, y rápidamente subsanados. Una situación similar se repite en la segunda mitad de abril de 1979.

La intervención del Banco de España en el mercado se realizó preferentemente mediante la concesión de créditos por el sistema de subasta a un día, si bien durante el primer trimestre de 1978 también practicó la subasta a siete días y la distribución proporcional a diversos plazos. A partir de ese momento, la reducción de los saldos de los créditos de regulación limitó prácticamente la concesión de crédito del Banco de España a la subasta a un día, que incluso se vio interrumpida en ocasiones, como las anteriormente señaladas, por falta de saldos. Como única excepción, cabe recordar que, en el período que comprende la tercera decena de julio y la primera quincena de agosto, en que se registra uno de los momentos de máxima elevación de tipos, el Banco de España retornó al sistema de distribución proporcional, con el ánimo de aliviar las extraordinarias tensiones a que estaba sometido el mercado, sin que con ello se registrasen efectos apreciables en la tendencia que mostraba el mercado.

Una circunstancia que cabe constatar es que no se apreciaron en la evolución del mercado alteraciones significativas como consecuencia de las crisis bancarias registradas en 1978. En el período que comenzó con la crisis del Banco de Navarra, en el mes de enero, no es posible identificar movimientos ya sea de cantidades negociadas o de tipos de interés. A ello contribuyó sin duda la gran distensión en que se desenvolvía el mercado en el primer trimestre del año, y al pequeño peso específico de las entidades afectadas dentro del mercado.

Los volúmenes negociados fueron más importantes que en años precedentes, continuando la ampliación del mercado. No se registraron sin embargo cambios significativos en los plazos negociados. En los momentos de tensión, el peso de las operaciones tendió a recaer en los plazos cortos, y en el primer trimestre del año, como consecuencia de las concesiones de crédito

por parte del Banco de España a plazos largos, las operaciones a plazo se vieron ampliadas transitoriamente. En el período en que los créditos de regulación fueron distribuidos por el sistema proporcional (meses de julio y agosto) se apreció una importante elevación de los volúmenes negociados a plazo de un día, lo que evidencia que este sistema de distribución requirió transacciones de ajuste adicionales.

En relación a las posiciones de los diversos grupos de entidades frente al mercado, hay que señalar la creciente participación de las cajas de ahorro, que desde mediados de 1977, a raíz de su incorporación a los créditos de regulación monetaria, fueron integrándose en aquél. Su posición fue casi sistemáticamente acreedora, con la única excepción del mes de marzo, en que los bajos niveles de tipos de interés hicieron cambiar su posición. El que su posición acreedora fuera creciente no significa, sin embargo, un aumento de su aportación de fondos al resto del sistema bancario, sino más bien un cambio en su operatoria, al haber sustituido saldos de cuentas a la vista en la banca por operaciones interbancarias de depósitos a plazo y tipos concertados en el mercado. Se observa que en los meses de julio y agosto su posición neta acreedora experimentó transitoriamente una fuerte elevación, como consecuencia de la distribución de los créditos de regulación monetaria por el sistema proporcional y la mayor participación de las cajas en éste.

De los restantes grupos de instituciones, la nota más destacada se refiere al cambio de posición de la banca industrial, cuya posición tradicionalmente ha sido acreedora frente al resto de las instituciones. Los problemas de ajuste experimentados por estas instituciones, que se describen en el Capítulo VI, les condujeron a una posición deudora frente al resto del sistema a partir del segundo trimestre del año, que sólo se vio corregida al comienzo de 1979 tras la exclusión en diciembre, del cómputo del coeficiente de caja de los bonos emitidos por ellas.

6. ALGUNOS PROBLEMAS GENERALES DE LA POLITICA MONETARIA

Al final del epígrafe 1 se indicaron las razones por las que parecía deseable analizar en este Informe el problema de la elección, como objetivo de la política monetaria, del control de la cantidad de dinero, con preferencia a otras alternativas, así como el de las interrelaciones entre política monetaria y balanza de pagos y las dificultades que de ellas pueden derivarse para el desarrollo de la política monetaria, temas a los que se dedica este epígrafe. Aunque los temas siguientes tienen evidentes relaciones con la evolución de 1978, su análisis se presenta con carácter general y sin referencias específicas a dicho año.

6.1. Objetivos alternativos de la política monetaria

Para el análisis de este tema se describen, en primer lugar, los principales objetivos alternativos y sus inconvenientes, para terminar matizando el objetivo de control de la cantidad de dinero, a la vista de la discusión anterior de los otros objetivos. Entre los posibles objetivos alternativos al control de las disponibilidades líquidas se analizarán sucesivamente los tipos de interés, el control cuantitativo del «crédito interno» y el control cuantitativo de la financiación bancaria al sector privado.

El control de los **tipos de interés** tiene, como objetivo de la política monetaria, una historia mucho más larga en diversos países que el control de la cantidad de dinero. Este predominio se asentó sobre concepciones que asignaban a esa variable un papel crucial en la determinación del gasto en bienes y servicios, y muy especialmente de la inversión, con lo cual se convertía en el nexo de unión entre las variables financieras y las variables reales de la economía. Este enfoque se ha ido desplazando en buena medida a lo largo de los últimos años hacia otro que, aceptando la validez de aquella idea, centra su atención en la cantidad de dinero como objetivo o indicador básico de la política monetaria. Ello se basa, por un lado, en la comprobación de que, en general, la función de demanda de dinero es relativamente más estable que las diversas funciones que ligan la demanda de bienes y servicios a los tipos nominales de interés y, por otro lado, en la evidencia de que los tipos de interés nominales pueden ser malos indicadores de los diversos tipos de interés reales relevantes en la transmisión de los impulsos monetarios, tanto por el hecho de que la inflación distorsiona las relaciones entre tipos nominales y tipos reales como por la existencia de tipos de interés implícitos que, siendo relevantes, no se prestan a una medición explícita.

Con relación a la economía española este cambio de énfasis en las ideas económicas ha jugado, desde luego, un papel importante en la adopción de las disponibilidades líquidas como objetivo de la política monetaria, pero existen otras muchas razones, unas comunes a otros países y otras peculiares del nuestro, que explican el que no se haya prestado atención excesiva a los tipos de interés como variable esencial de la política monetaria española. La primera razón es histórica y consiste en que, a diferencia de otros países, no ha existido en el nuestro una tradición de política monetaria centrada en los tipos de interés. Esta afirmación puede sorprender cuando la realidad es que durante muchos años la política monetaria española giró en torno al objetivo de mantener tipos de interés muy bajos para facilitar la financiación deficitaria del sector público y, más adelante, la del sector privado, con renuncia a un control de la cantidad de dinero que hubiera sido

incompatible con aquel fin. Pero no se trataba de una política a corto plazo, sujeta a cambios discrecionales basados en la observación de los tipos de interés, sino que era más bien un rasgo estructural de nuestro sistema financiero que implicaba precisamente la renuncia a esas actuaciones discrecionales propias de lo que siempre se ha entendido por política monetaria. Este hecho histórico es el que explica otro tipo de razones por las que ni en el pasado se ha dado importancia a los tipos de interés, ni es fácil atribuírsela hoy día. Como resultado de aquella política de financiación a tipos de interés subvencionados, instrumentada en base al control legal de los tipos de interés y mediante mecanismos artificiales de colocación de los instrumentos más subvencionados, el sistema financiero español se caracterizó y se sigue caracterizando por la falta de instrumentos financieros negociados, de forma activa y por volúmenes importantes, en mercados competitivos. Esto significa que no han existido, ni existen todavía, tipos de interés que, por determinarse en esa clase de mercados, constituyan una guía válida sobre las tendencias de esa variable económica. Esa falta de transparencia en los mercados financieros, concretada en la inexistencia de una medición fiable de la evolución de los tipos de interés, dificulta enormemente, como es lógico, no sólo centrar la política monetaria en esa variable, sino incluso prestarle la debida atención en el desarrollo de una política monetaria guiada por el control de la cantidad de dinero. Como se señala en el epígrafe 2, la coexistencia de la situación antes descrita con un mercado interbancario relativamente activo y en el que se determinan unos tipos de interés que se conocen con rapidez y se miden de forma estadísticamente fiable ha llevado a que se tendiera a prestar una atención intensa a estos últimos, con peligro bastante grande de considerar su errática evolución como representativa de la evolución general de los tipos de interés. Esta interpretación ha de considerarse errónea, ya que, a lo sumo, los tipos de interés interbancarios indican cualitativamente las fases de tensión o distensión del mercado financiero, pero su nivel no mide en modo alguno la magnitud de esa tensión. Queda, en fin, el argumento más importante en contra de los tipos de interés como objetivo de la política monetaria, argumento que ha influido en todos los países a la hora de relegar a un segundo lugar esta variable y que en el caso español tiene incluso más peso que en otros. Se trata de la inflación y de las expectativas respecto de la misma, que quedan incorporadas en los tipos nominales de interés a modo de indicación de las operaciones financieras. Si los tipos nominales de interés se interpretan como la suma de un tipo de interés real, que es el que puede ser relevante para la política monetaria, más una prima que mide las expectativas medias respecto del ritmo esperado de inflación, se verá que, dado lo difícil que es medir estas últimas, resulta también difícil precisar cuál es el nivel verdadero del tipo de interés real. La dificultad de juzgar, ante, por ejemplo, una elevación de los tipos, en qué medida refleja una elevación de

los tipos de interés reales y, por tanto, un efecto restrictivo de la política monetaria, y en qué medida refleja un aumento de las expectativas inflacionistas, que, paradójicamente, podría ser resultado de una política monetaria expansiva, hace difícilísimo aceptar que los tipos de interés sean la variable en torno a la cual tiene que girar básicamente la política monetaria.

Un segundo objetivo que ha gozado de una creciente popularidad se refiere al control de lo que se ha denominado **crédito interno**, concepto definido como la suma de la financiación facilitada por el sistema crediticio a los sectores público y privado. Este objetivo, cuyo principal defensor ha sido el Fondo Monetario Internacional, no deja de tener cierta justificación, al menos en determinados casos. En realidad no difiere tanto como pudiera parecer de un objetivo de control de la cantidad de dinero, pues equivale a un control sui generis de esa magnitud. En efecto, la diferencia entre el «crédito interno» y una definición amplia de la cantidad de dinero, como la utilizada por el Banco de España, está constituida por los activos exteriores del sistema crediticio. Por ello un objetivo de crecimiento del «crédito interno» puede expresarse también en términos de la cantidad de dinero, diciendo que ésta debe crecer al ritmo señalado para el crédito interno más la cantidad en que aumenten los activos exteriores o menos la cantidad en que éstos disminuyan. La idea que preside este esquema es que, en el caso de un superávit de balanza de pagos, el crecimiento de la cantidad de dinero se acelerará, generando una expansión de la demanda que tenderá a eliminar el superávit, mientras que en el caso de un déficit de balanza de pagos —circunstancia en la que el Fondo Monetario insiste especialmente en esta norma— el objetivo de «crédito interno» llevará a moderar el crecimiento de la cantidad de dinero y, a través de los efectos restrictivos de esta moderación, a restablecer el equilibrio de la balanza de pagos.

Por ello, el nombre de «crédito interno» utilizado para definir este objetivo, aunque literalmente exacto, no puede ser más desafortunado, pues se presta a la falsa interpretación de que lo que con él se persigue es asegurar un flujo regular de financiación a la economía interior —y desde esta óptica ha sido fundamentalmente defendido en España— cuando, en realidad, es un objetivo que, en primer lugar, se inspira en la creencia de que la cantidad de dinero, y no el crédito, es la magnitud relevante y, en segundo lugar, persigue como fin esencial el equilibrio de la balanza de pagos. Por otro lado, y teniendo en cuenta que, al margen de ajustes excepcionales del tipo de cambio, este objetivo suele propugnarse acompañado de la pretensión de asegurar la estabilidad de aquél, resulta que tras la aparente novedad del «crédito interno» lo que se esconde en realidad son las muy viejas reglas del «patrón-oro». La única diferencia notable entre ambos esquemas es que el «patrón-oro» funcionaba —o debía de funcionar, pues se aplicó mucho

menos que lo que normalmente se creyó— bajo un régimen de libertad de movimientos de capital, mientras que el objetivo del «crédito interno» suele defenderse en economías que sólo gozan de esa libertad de forma limitada, lo que, incidentalmente, puede dar un fuerte sesgo expansionista a la política monetaria. En efecto, siendo lo normal que las restricciones de los movimientos de capital afecten mucho más a las salidas (aunque no a los reembolsos de previas entradas) que a las entradas, los superávits de balanza de pagos propiciados por expectativas de revaluación o por diferenciales de tipos de interés pueden ser, transitoriamente, de mayor intensidad que los déficits y llevar a aumentos de la cantidad de dinero muy fuertes y concentrados en poco tiempo. El ejemplo español de los últimos años puede ser muy relevante, ya que de haberse seguido el objetivo del «crédito interno» a raíz de la devaluación de julio de 1977, la expansión monetaria hubiera podido alcanzar grandes proporciones.

La objeción básica al objetivo del crédito interno reside en el carácter unilateral del mismo, que, por un lado, subordina la política monetaria al equilibrio de la balanza de pagos, y, por otro lado, espera restablecer dicho equilibrio básicamente a través de la política monetaria. Sin negar que ello puede ser válido en ciertos países y en circunstancias determinadas, y reconociendo que el equilibrio de la balanza de pagos tiene que ser uno de los objetivos de la política monetaria y que ésta puede, en efecto, contribuir a su consecución, es inevitable aceptar que ni el equilibrio de la balanza de pagos es el único objetivo de la política monetaria ni aquél puede alcanzarse sólo a través de la política monetaria. De estas dos objeciones, la primera es la fundamental, pero la más relevante a efectos prácticos es la segunda, pues existen muchas posibilidades de actuación sobre la balanza de pagos ajenas a la política monetaria: derechos arancelarios, control de los movimientos de capital, etc., pero muy especialmente, en las actuales circunstancias españolas, las fluctuaciones del tipo de cambio. Dadas esas posibilidades, resultaría excesivo renunciar a ellas por principio para cargar todo el ajuste de la balanza de pagos sobre los efectos indirectos de la política monetaria pues, aceptando que por sí sola ésta fuera capaz de conseguir ese objetivo, quedaría en pie el coste, en términos de otras repercusiones sobre la estabilidad interna, de esa forma de utilizar la política monetaria. En resumen, la alternativa no reside en decidir entre el control del «crédito interno» y el control de la cantidad de dinero, sino entre aquél y una política monetaria a la que no son ajenos los problemas de balanza de pagos y de la que el control de la cantidad de dinero es sólo la vertiente interna, pero que tiene asimismo una vertiente externa en la que una regulación flexible de los movimientos de capital y las variaciones frecuentes del tipo de cambio son piezas tan esenciales como aquél. Más adelante, y desde otra óptica, se volverá sobre este tema.

Ya se ha señalado cómo el objetivo del «crédito interno» se ha propuesto en España esencialmente como un medio de asegurar un flujo sostenido de financiación al sector privado. No ha de sorprender, así, que cuando éste se ha visto amenazado, como ocurrió en 1978, no sólo por el superávit de la balanza de pagos, sino también por una apelación creciente del sector público a la financiación bancaria, el énfasis se haya desplazado al **crédito al sector privado** como posible objetivo de la política monetaria. Esto hace que en la defensa de un objetivo relativo a la financiación del sistema bancario al sector privado se entremezclen los criterios económicos generales con los intereses muy concretos del sector privado, lo que no facilita desde luego un análisis desapasionado del tema. En todo caso, éste tiene muchas facetas, que se intentará examinar brevemente. Puesto que la referencia al «sector privado» puede ser bastante ambigua, en lo que sigue se sustituirá el concepto por el de «sector empresas», ya que es en relación a la financiación de éste donde se plantean casi todos los aspectos del problema.

La primera observación a hacer respecto a este objetivo es casi puramente contable. La cuenta de capital del sector empresas es algo que, incluso en un sistema financiero relativamente simple como es el español, tiene una complejidad notable. Para cualquier nivel dado del déficit que, inevitablemente, presentará esa cuenta, caben muchas combinaciones de flujos financieros, en las que la financiación bancaria podrá ser mayor o menor, pudiendo verse compensadas sus variaciones por cambios en, cuando menos, los siguientes conceptos: de un lado, tanto la financiación recibida de las economías domésticas a través del mercado de capitales, como la financiación (crédito y valores) recibida del sector público y del sector exterior y, por otro lado, los activos financieros del sector empresas frente al sistema bancario (esencialmente tenencias de dinero), las economías domésticas, el sector público y el sector exterior. Caben así muchas posibilidades de que la financiación bancaria al sector empresas se altere, pero se vea compensada a través de otros flujos financieros, sin que se modifique el déficit financiero del sector ni, en consecuencia, se vean influidas de modo fundamental las decisiones de inversión. Por poner un ejemplo perfectamente adaptado a la realidad de los últimos dos años, la apelación del sector privado a los mercados exteriores ha generado, como se ha visto en la exposición anterior, una caída casi automática y por igual importe de la financiación bancaria. No puede negarse que esas alteraciones en los flujos financieros pueden crear problemas, como en seguida se verá, pero, en principio, es de esperar que, si esas transformaciones no alteran el déficit global del sector empresas, no tendrán una incidencia grande sobre el nivel global de sus gastos en bienes y servicios. Desde esta simple óptica, la tesis de que la inversión privada es función de la financiación bancaria disponible no deja de ser una simplificación excesiva. Esta conclusión resulta todavía

más pertinente cuando, en lugar de pensar en la financiación global del sistema bancario al sector empresas, el tema se plantea, como ocurre con relativa frecuencia, con referencia a alguna definición restringida del «crédito bancario», que excluye otros conceptos de financiación bancaria susceptibles de entrar también en el juego de compensaciones antes apuntado.

Intentando aproximar algo más las ideas anteriores a la realidad, hay que considerar de todos modos las posibles repercusiones que los cambios en la estructura de los flujos financieros de la cuenta de capital del sector empresas pueden tener sobre la inversión, aun cuando no se altere el déficit del sector. Esta última restricción implica, por supuesto, que el sector no tiene en su conjunto y en principio capacidad para financiar inversiones adicionales, pero ello no significa que, a nivel microeconómico, no puedan producirse fenómenos que afecten al gasto de inversión. Dos tipos, bastante distintos, de cuestiones son los que así se plantean.

Por un lado, al nivel del conjunto del sector, cabe pensar en transformaciones que estimulen o depriman las decisiones de inversión. Así, por ejemplo, la sustitución del crédito bancario por emisiones a largo plazo podría ser, en algunas circunstancias, un factor estimulante de la inversión, con el paradójico resultado, a los efectos presentes, de una coincidencia del aumento de la inversión con la disminución de la financiación bancaria.

Por otro lado, las transformaciones internas de la cuenta de capital del conjunto del sector privado pueden ocultar transformaciones de signo diverso en distintas empresas o en distintos sectores, con efectos igualmente diversos sobre la inversión, cuya suma no tiene por qué ser igual a cero. En el epígrafe 2 anterior se citaron ya algunos ejemplos y se aludió al importante papel que tienen que desempeñar, en esos procesos de ajuste, los flujos de crédito interempresariales. Como la información disponible sobre éstos es prácticamente nula, es muy poco lo que, en definitiva, se puede saber sobre la incidencia práctica de este tipo de cuestiones. Estos problemas sectoriales tienen otra faceta más compleja, por cuanto el mantenimiento del déficit global del sector empresas es compatible con cambios compensatorios en el déficit de cada sector o cada empresa. Los problemas aquí son casi los mismos que en el caso anterior y se verán mejor con referencia al mismo supuesto pero planteado para el conjunto del sector empresas.

Dentro todavía de una óptica meramente contable cabe, en efecto, como posibilidad algo más compleja que las anteriores, que las variaciones en la financiación bancaria no tengan compensación a través de otros flujos financieros y se traduzcan en variaciones del déficit financiero del sector empresas en su conjunto. Considerando el caso de una reducción de aque-

La financiación, se asistirá entonces a una disminución del déficit financiero del sector, lo que significa reducción de su capacidad de financiar la inversión. Pero aún entonces hay que considerar lo que ocurre simultáneamente con el ahorro empresarial o autofinanciación. Cabe que no varíe y se reduzca efectivamente la posibilidad de financiar la inversión, pero también cabe que aquella aumente, de modo que siga siendo posible sostener el nivel inicial de gastos de inversión. Es más, es probable que esa situación sea más favorable para la inversión que la precedente, pues entraña algo que cabe definir como mejora de la posición financiera del sector, a saber, una reducción del endeudamiento bancario, normalmente a corto plazo, en relación al nivel de las tenencias de activos monetarios (el tema es parecido al antes apuntado de sustitución del crédito bancario por emisiones). Aunque sea en el terreno de las hipótesis, cabría, en efecto, preguntarse si el sistemático deterioro de esa relación a lo largo de los últimos años, hasta su culminación a mediados de 1977, no habrá sido un importante factor disuasorio de una política de relanzamiento de la inversión privada. En todo caso, después se verá mejor cuando la autofinanciación compensará o no las variaciones de la financiación bancaria, pero esta doble posibilidad resulta otra objeción seria a la financiación bancaria al sector empresas como variable central de la política monetaria.

Ya se mencionó antes que, tras las alteraciones en los flujos financieros del sector empresas, podía existir un cambio en los flujos de demanda de bienes y servicios por parte de los diversos sectores de la economía. En ese caso, centrar la atención en los aspectos financieros del tema es equivalente a concentrarse en una manifestación secundaria y a ignorar la esencia del problema. Si el sector público emprende una política de gastos deficitario, existirá por supuesto una mayor necesidad de financiación de dicho sector y, si se insiste en mantener un control de la cantidad de dinero, se impondrá, a igualdad de otras circunstancias, una reducción del déficit financiero del sector empresas y, por tanto, una disminución de la financiación externa de que éste puede disponer. Pero centrarse en este hecho y reclamar una política que fomente la expansión de la financiación externa del sector empresas significaría ignorar la esencia del problema, que consiste en que se ha adoptado la decisión política de que el sector público reclame para sí un volumen mayor, en términos reales, de bienes y servicios y que el control de la cantidad de dinero persigue como fin asegurar que el sector público logre su objetivo. La expansión, en esas circunstancias, de la financiación bancaria al sector empresas podría implicar una expansión monetaria mayor y, a través de los aumentos de precios resultantes, la frustración del objetivo perseguido. Lo que habrá de discutirse, pues, es si es o no razonable que el sector público persiga ese objetivo, y no lo que es una consecuencia inevitable del mismo.

Lo anterior constituye, de todos modos, una simplificación del tema, que tiene aún otra faceta a considerar. Lo expuesto en el párrafo anterior es, en efecto, válido para una economía que se encuentre con una plena utilización de sus recursos productivos. De no darse ésta, hay que contar con el hecho de que la expansión, en términos reales, del gasto en bienes y servicios del sector público o del sector exterior ejercerá un efecto expansivo sobre la demanda de bienes y servicios producidos por el sector empresas, de modo que la reducción de la financiación bancaria que llega al sector privado puede verse compensada por un aumento de su capacidad de autofinanciación. No sólo es posible, así, que no se reduzca la capacidad de financiar la inversión, sino que existirá, a través del aumento de la demanda, un estímulo adicional para ella. De nuevo surge, así, la ambigüedad en las relaciones entre financiación bancaria e inversión privada y la dificultad de convertir la primera en objetivo central de la política monetaria.

Estos razonamientos son los que explican el último argumento en contra de la financiación bancaria como objetivo de la política monetaria y es que los análisis econométricos del problema han confirmado siempre la existencia de una relación estable entre cantidad de dinero y P.N.B. nominal, mientras que la relación entre financiación bancaria al sector privado y P.N.B. nominal o inversión privada nominal han mostrado menos estabilidad.

Las objeciones que se han formulado en las páginas precedentes a los tres objetivos alternativos al control de la cantidad de dinero considerados no deben interpretarse, sin embargo, en el sentido de que este último objetivo no tiene crítica posible y de que las variables antes examinadas pueden ignorarse. Esas variables y la cantidad de dinero están tan interrelacionadas que resulta inútil pretender convertir simultáneamente dos o más de ellas en objetivos centrales de la política monetaria y es necesario pronunciarse en cada momento por una sola. Pero esas mismas interrelaciones implican que, tomada cualquiera de esas variables como objetivo, las otras tres se convierten en indicadores esenciales de las repercusiones que derivan de la evolución de aquélla. De ahí la conveniencia de seguir, en el caso español, la evolución de los tipos de interés, del crédito interno y de la financiación al sector privado como indicadores valiosos de los efectos de una política centrada en el control de la cantidad de dinero y, por tanto, como señales que pueden aconsejar revisiones en los objetivos perseguidos, lo que, implícitamente, equivaldrá a otorgar prioridad en ciertos momentos a esas otras variables. Esta consideración simultánea de todas las variables relevantes es la esencia misma de la política monetaria discrecional practicada por todos los países que utilizan a fondo esta rama de la política económica, y no sólo no puede excluirse en el caso español —y, como se ha visto en los epígrafes anteriores, no ha sido nunca excluida—, sino que conviene

adoptar las medidas necesarias para que pueda hacerse de forma fiable. Ello implica dos grupos de problemas muy diferentes.

Por un lado, existen, como ya se ha visto, graves deficiencias informativas, tras las cuales subyacen además, problemas institucionales. En primer lugar, debería disponerse de mucha información adicional sobre la evolución de tipos de interés representativos, cosa que, marginalmente, se podrá conseguir con esfuerzos adicionales en la mejora de las estadísticas disponibles, pero que, en esencia, dependerá del desarrollo de mercados financieros en los que se determinen tipos de interés fiables y significativos. No es éste lugar para desarrollar el tema, al que ya se han hecho menciones en este mismo capítulo, pero sí merece la pena señalar cómo ésta es otra de las varias razones de peso a favor de esas mejoras institucionales. En segundo lugar, parece indispensable avanzar considerablemente en la elaboración de cuentas de capital y cuentas financieras sectoriales que permitan analizar el tema de la financiación del sector empresas, o del sector privado en su conjunto, con toda su complejidad y evitando planteamientos simplistas. De nuevo, tras esas mejoras estadísticas existen problemas institucionales, de competencias y de recursos disponibles, que deberán ser resueltos previamente.

Pero, por otro lado, existen también problemas muy sustanciales, no monetarios, que deben quedar claros y resueltos antes de afrontar los dilemas que planteen las diversas variables monetarias a considerar en el desarrollo de la política monetaria. La evolución de 1978 y la de 1979 ofrecen ejemplos bastante claros de problemas que tienen manifestaciones monetarias conflictivas, pero que no son en el fondo monetarios. Esencialmente se trata de la opción entre los objetivos de lucha contra la inflación o lucha contra el paro y de la compatibilidad, en cada momento, de los planes de gasto de los distintos sectores de la economía. Si existen incompatibilidades, o si las prioridades al respecto no quedan establecidas de forma indudable, surgirán inevitablemente problemas y siempre existirá la tentación de querer resolver, mediante manipulación de las variables monetarias, algo que no tiene un origen monetario ni, en la mayor parte de los casos, una solución monetaria. El tema no es fácil porque las decisiones al respecto tienen facetas tanto a medio plazo como a corto plazo. Así, en la participación sectorial de la demanda de bienes y servicios, que ha sido y es uno de los grandes problemas presentes de la economía española, debería quedar claro cuáles son los objetivos a largo plazo (vgr. déficit o equilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos, déficit o equilibrio de su balanza básica, participación creciente, y hasta dónde, o estable del sector público, etc.) y cuáles son los caminos y los ritmos por los que se pretende llegar a ellos. Pero, además, habrá que desarrollar las estrategias adecuadas en cada momento para afrontar las desviaciones, inevitables, entre la realidad y esas sendas objetivo. Todo ello

requiere una formulación muy cuidadosa y sistemática de los objetivos generales de la política económica y una no menos elaborada instrumentación general de ésta. Sin ello, la política monetaria se enfrentará con problemas que exceden de sus posibilidades, y la consideración conjunta de todas las variables monetarias antes mencionadas se convertirá, en lugar de un necesario ejercicio de ponderación, en una batalla entre posturas irreconciliables.

6.2. Las interrelaciones entre balanza de pagos y política monetaria.

El tema que va a ser objeto de análisis a continuación tiene bastantes conexiones con las cuestiones examinadas anteriormente, pero es, por sí mismo, de suficiente entidad como para tratarlo con independencia. La política monetaria española se ha encontrado, a partir de la devaluación de julio de 1977, con importantes dificultades derivadas de la evolución de la balanza de pagos, dificultades que, en buena parte, eran resultado de la propia política monetaria. En diversos puntos de este capítulo se han ido viendo las distintas facetas de un problema que puede resumirse diciendo que las limitaciones impuestas por la política monetaria al crecimiento de la demanda interior de bienes y servicios y la restricción del crédito y la elevación de tipos de interés derivada de ella contribuyeron a frenar las importaciones, a estimular las exportaciones y a favorecer el recurso al crédito exterior: en suma, a mejorar el saldo de la balanza de pagos. Esta mejoría, a su vez, puso continuamente en peligro el control monetario y llevó, de un lado, a una cierta relajación de éste, y de otro, a medidas adicionales que propiciaban un recurso mayor a la financiación exterior, estableciéndose así una relación circular.

De este modo, desde mediados de 1977 la política monetaria española ha experimentado vivamente un conflicto del que se ha ocupado con extensión la literatura económica y que han conocido muchas veces otros países, pero que, con un matiz importante que más adelante se verá, es relativamente nuevo en el nuestro. En síntesis el problema consiste en que los esfuerzos de un país por desarrollar una política monetaria más expansiva o más restrictiva que la de los demás países con los que su economía se relacione se traducirán en un deterioro o una mejora, respectivamente, de su balanza de pagos, que, en el caso de pretender seguir una política de tipo de cambio estable, provocará variaciones en las reservas exteriores que tenderán a frustrar la propia orientación perseguida por la política monetaria. La literatura económica ofrece, por lo demás, la solución al conflicto y ésta es la libre flotación del tipo de cambio, que sería así la condición indispensable para que un país pueda desarrollar una política monetaria autónoma.

Entre los dos casos citados —política monetaria expansiva o restrictiva— existe, sin embargo, una diferencia fundamental, y es que, así como es muy fácil compensar los efectos monetarios restrictivos de un déficit exterior —al precio, por supuesto, de una crisis de balanza de pagos más o menos tarde— puede ser bastante difícil compensar el efecto expansivo de un superávit. Por ello, cuando antes se decía que el problema es nuevo en España se pensaba en esta segunda alternativa, puesto que la primera ha sido conocida en nuestro país desde hace mucho tiempo y solía resolverse mediante algún plan de emergencia, con reajuste del tipo de cambio y una fase breve, pero intensa, de restricción monetaria. La mejora subsiguiente de la balanza de pagos o era muy modesta y no ponía en peligro la política monetaria, o, si lo hacía, no preocupaba a una política monetaria que, al margen de aquellas fases de restricción, solía adoptar una actitud muy pasiva. Para un país como España acostumbrado a los déficits de balanza de pagos y a una instrumentación de la política monetaria muy sesgada hacia los mecanismos de inyección de liquidez, la aparición de importantes superávits exteriores tenía que chocar no sólo con la falta de instrumentos adecuados para compensar su efecto monetario sino también con la lentitud de reacción de las autoridades a un problema totalmente nuevo. Así se explica que, en la primera ocasión en que la economía española se encontró con un superávit de balanza de pagos de proporciones comparables a las presentes, en los años 1971-1973, pese a los deseos e intentos de mantener un control de la cantidad de dinero, la modestia de las actuaciones compensatorias del superávit exterior hizo que aquél se frustrara, asistiéndose al período de más intensa expansión monetaria registrado en las últimas décadas y a una significativa aceleración de la inflación. Posteriormente, los graves déficits de balanza de pagos resultantes de la crisis del petróleo volvieron a eliminar el conflicto potencial entre la política monetaria y la evolución de la balanza de pagos. Fue así precisamente a partir de mediados de 1977 cuando, por vez primera, se planteó seriamente el conflicto entre una política monetaria que insistió en mantener el control de la cantidad de dinero y que, con todas las matizaciones que ya se conocen, lo logró y un superávit de balanza de pagos de proporciones desmesuradas. A diferencia de la experiencia de los años 1971-1973, la de 1977-1979 ha podido ser afrontada con muchas más posibilidades técnicas de instrumentar actuaciones compensatorias, y aún así, según se ha visto antes, no dejaron de surgir serias dificultades en esa tarea.

Volviendo ahora a la solución propuesta tradicionalmente para esta clase de conflictos, es decir, la de un tipo de cambio verdaderamente fluctuante, conviene aludir a las muchas complejidades que, en la realidad, se plantean al respecto. Ante todo, la flotación del tipo de cambio solo alcanza verdadero sentido en un contexto de plena libertad de movimientos internacionales.

les de bienes y servicios y de flujos de capital. Al no existir éste en nuestro caso, queda un amplio margen de actuaciones alternativas a la flotación del tipo de cambio susceptibles de influir en la balanza de pagos: movimientos de aranceles, liberalización de importaciones, liberalización o restricción de movimientos de capital, etc. En segundo lugar, la libertad antes citada es también un requisito para la flotación, ya que ésta requiere la existencia de movimientos especulativos de capital a corto plazo con el fin de estabilizar una evolución del tipo de cambio que, si tuviera que responder sólo a los movimientos de bienes y servicios y a las operaciones intermitentes de entrada o salida de capital a largo plazo, sería muy errática. En fin, un tipo de cambio flotante puede entrañar problemas para las transacciones en bienes y servicios si no existen mecanismos suficientemente desarrollados de compra y venta de moneda extranjera a plazo. En cambio, conviene señalar que la tradicional objeción a la flotación del tipo de cambio —inestabilidad de los precios de los productos de importación y exportación— no tiene, existiendo mecanismos adecuados de cobertura a plazo y eliminadas las fluctuaciones erráticas del tipo de cambio, la fuerza que muchas veces se pretende. Un tipo de cambio fijo equivale a un control administrativo de los precios de importación y exportación y no se ve la razón por la que los argumentos generales en contra de esos controles administrativos no han de ser tan aplicables a los productos de importación y exportación como a los restantes bienes y servicios, o, desde otro ángulo, por qué la incertidumbre que normalmente existe en cuanto a la evolución futura de todos los precios ha de eliminarse en cuanto a los de los productos que se comercian con el exterior.

Este breve resumen del problema sirve para interpretar la actuación de las autoridades monetarias a lo largo de los últimos meses como una solución ecléctica a los dilemas que tenía planteados. La peseta no ha flotado libremente en ningún momento, pero, a ritmos variables, se ha permitido una apreciación muy importante de la misma. Junto a ello se han ido adoptando medidas tendentes a incrementar las importaciones (liberalización, reducción arancelaria), a facilitar las inversiones españolas en el extranjero y a frenar las entradas de capital (depósitos del 100 % para las pesetas convertibles, restricción de autorizaciones, depósitos obligatorios del 25 %).

Pero ya se ha visto cómo todo ello no evitó que la expansión monetaria fuera algo superior a la inicialmente planeada y, sobre todo, que surgieran tensiones importantes en los mercados de crédito. Ante una situación como ésta, caben dos actitudes. Una es la de considerar todo ello como un fenómeno pasajero que tiene que desaparecer inevitablemente en un futuro próximo (por la expansión de la economía española, por nuestro mayor ritmo de inflación, etc.), de donde se sigue que el remedio consiste más bien en esperar y soportar los efectos transitorios desfavorables, paliados

con alguna medida ad hoc; otra es la de considerar que el problema puede repetirse en el futuro y que conviene ir examinando a fondo la coordinación de la vertiente interior de la política monetaria con su vertiente exterior: tipo de cambio, control de movimientos de capital, mercado a plazo.

La realidad es que probablemente no hay más opción que la segunda. Conviene recordar, ante todo, que la primera opción es la que se siguió tras los problemas de 1971-1973, sin que a corto plazo se apreciaran inconvenientes. La ulterior crisis del petróleo vino a confirmar la creencia de que fenómenos como el de 1971-1973 no volverían a repetirse en muchos años. La experiencia ha demostrado que, contra todo lo previsto, esa estimación fue errónea, y resultaría, por tanto, arriesgado insistir por segunda vez en ese planteamiento. Pero es que hay razones más profundas para pensar que el problema puede repetirse en el futuro. Esas razones podrían agruparse en tres categorías.

En primer lugar, la situación tradicional de la balanza de pagos española de déficits moderados pero persistentes, interrumpidos por breves períodos de superávit, revelaba una política de tipo de cambio que tendía a la sobrevaloración de la peseta respecto a las monedas extranjeras o, dicho de otro modo, una resistencia a depreciar el tipo de cambio en la medida en que lo requería la balanza de pagos. Esta situación ha cambiado profundamente en los últimos años como resultado del abandono de las paridades fijas. Por un lado, dada la mayor disposición de todos los países a reajustar sus tipos de cambios, cualquier desajuste del tipo de cambio de la peseta respecto al resto del mundo está llamado a tener efectos mucho más profundos que en el pasado. Antes era posible, por ejemplo, tener la peseta sobrevalorada respecto a muchos países, pero no frente al dólar, porque éste estaba a su vez sobrevalorado respecto a aquéllos. Hoy día es más probable que al estar todos los tipos de cambio mejor alineados entre sí, la sobrevaloración o subvaloración de la peseta sea un fenómeno generalizado y que, por tanto, deriven de él desequilibrios de balanza de pagos más profundos que en el pasado y surjan, por tanto, eventualmente superávits de mayor magnitud. Por otro lado, la propia flotación de la peseta, aunque diste de ser libre, significa una mayor libertad para la fijación del tipo de cambio y una mejor predisposición de las autoridades para modificarlo, como se ha visto claramente a lo largo de los últimos años. La propia inestabilidad de los tipos de cambio internacionales obligará, en fin, a las autoridades españolas a una continua reconsideración del tipo de cambio de la peseta. De ese modo, es probable que los desajustes del tipo de cambio español, que, a pesar de todo serán inevitables aunque solo fuera por la movilidad de la evolución de los tipos de cambio relativos de las otras monedas, no estén en el futuro sesgados, como en el pasado, a la sobrevaloración. De ser así, las posibili-

dades de que aparezcan superávits de balanza de pagos serán mayores que en el pasado.

Por el lado de las transacciones corrientes de la balanza de pagos, existen también fenómenos que tenderán a potenciar las fluctuaciones de su saldo, y a favorecer la aparición de superávits importantes. El primero es el mero aumento cuantitativo del peso de esas transacciones en el PIB —entre 1964 y 1977 ha pasado del 13,6 % al 16,9 % en el caso de las importaciones de bienes y servicios y del 12,0 % al 14,9 % en el de las exportaciones—, que magnifica el impacto de cualquier fluctuación de las mismas. La creciente sensibilidad de las exportaciones españolas a la evolución de la demanda interior añade elementos más específicos al anterior fenómeno.

Queda, en fin, otro grupo de razones que se relaciona directamente con la propia política monetaria española. A diferencia del pasado, las autoridades son hoy muy conscientes de la necesidad de controlar en todo momento el crecimiento de la cantidad de dinero y disponen de los medios más indispensables para conseguirlo con márgenes de error pequeños. Ello significa que, de cara al futuro, la política monetaria será siempre más restrictiva que lo que hubiera sido de seguirse las orientaciones del pasado. Por otra parte, se ha producido en el pasado reciente una sustancial liberalización de los mercados financieros interiores —que, además, es de presumir proseguirá en el futuro— con el efecto de una elevación apreciable de los tipos de interés nominales, adicional al efecto análogo provocado por la aceleración del proceso inflacionista español. Todo ello significa que los diferenciales entre los tipos nominales de interés de España y del extranjero han aumentado y podrán persistir en el futuro si se mantiene la actual tendencia en la evolución de los precios y prosigue la liberalización de los tipos de interés, con el consiguiente estímulo a las entradas de capital. La creciente sensibilidad de los tipos españoles a la evolución monetaria, que es otro resultado del proceso de liberalización de los tipos de interés y de una política guiada por el control de la cantidad de dinero, supone además una evolución más variable de los diferenciales con el exterior y, por tanto, un ritmo más variable de los movimientos de capital. En suma, las condiciones monetarias interiores han cambiado respecto al pasado en el sentido de que los estímulos potenciales a las entradas de capital son mayores y más variables, con el riesgo de que éstas puedan asumir proporciones muy considerables en ciertos momentos. Todo esto tendría poca importancia si no fuera por otros varios factores que, en el plano internacional, inciden en el mismo sentido.

En primer lugar, España ha pasado a ser un prestatario bien conceptuado en los mercados internacionales, con el consiguiente aumento de la predisposición extranjera a prestarle. En segundo lugar, los mercados de préstamos internacionales han experimentado un formidable desarrollo en los úl-

timos años, con lo que las fuentes potenciales de financiación exterior se han incrementado. En fin, la inestable situación monetaria internacional, con aumentos importantes del volumen de liquidez y crisis recurrentes de confianza en el dólar, han potenciado las posibilidades de afluencia de fondos exteriores hacia la economía española. En resumen, tanto por el lado exterior como por el lado interior, han surgido —y no hay razón para que no persistan o incluso se incrementen— condiciones que tienden a potenciar el juego de los movimientos de capital en la balanza de pagos española y que tienen que llevar a respuestas cada vez más intensas de esos flujos a las diferencias entre España y el resto del mundo en las condiciones de sus respectivos mercados financieros. En esa situación, la posibilidad de que surjan superávits en la balanza de pagos se verá, de nuevo, incrementada.

La necesidad, pues, de reconsiderar a fondo la vertiente exterior de la política monetaria española parece razonable, si se quiere preservar las posibilidades futuras de mantener una política monetaria interior autónoma. La complejidad del tema impide entrar aquí en un examen de las diversas actuaciones que, al respecto, cabría considerar. En líneas generales, sí puede decirse que será preciso reexaminar todas las normas restrictivas sobre importaciones de bienes y servicios, toda la política de subvenciones y apoyo a la exportación de los mismos y, como tema más relacionado con la política monetaria, la regulación del control de las transacciones financieras españolas. Toda la normativa citada se ha inspirado tradicionalmente en fomentar las exportaciones de bienes y servicios y las entradas de capital, entorpeciendo los movimientos en sentido contrario, es decir, ha estado sesgada en el sentido de favorecer los superávits de balanza de pagos, precisamente porque surgió a lo largo de unos años en que los problemas eran los de un déficit recurrente de la balanza de pagos. Ese sesgo es, por supuesto, contraproducente cuando la balanza de pagos presenta superávits, pues no hace sino agravarlos. De todos modos, por muchas reformas que se introduzcan en este campo, es bastante evidente que, al final, surgirá siempre el problema del tipo de cambio, cuyas fluctuaciones han de ser el instrumento que tiene que salvaguardar en última instancia la independencia de la política monetaria interna. De ahí la necesidad de ir aceptando la continua variación de éste de acuerdo con las tendencias básicas de la economía como la mejor fórmula para alcanzar el fin perseguido y, en consecuencia, de desarrollar todos los mecanismos necesarios para evitar que sus oscilaciones bruscas o las debidas a fenómenos ocasionales incidan desfavorablemente sobre las transacciones con el exterior. Como ya se dijo, son dos las actuaciones necesarias aquí: de un lado, el desarrollo de un mercado eficiente de operaciones a plazo y, de otro, medidas que, sin perturbar las tendencias del tipo de cambio, estabilicen sus fluctuaciones a muy corto plazo.

CAPITULO VI

LA FINANCIACION DE LA ECONOMIA

Como en anteriores Informes, este capítulo está destinado a analizar con algún detalle la evolución de los flujos financieros que discurren a través de las instituciones que integran el sistema crediticio (epígrafe 1), y a través del mercado de capitales (epígrafe 2). Pero, además, volviendo a un esquema ya utilizado en el pasado, se presenta un intento, necesariamente incompleto, de ampliar la imagen anterior con un análisis de las cuentas financieras de los demás sectores que integran la economía española. Así, en el epígrafe 3 se considera la cuenta de capital de la balanza de pagos desde la óptica de la aportación a los flujos financieros internos de la economía. En un esquema integrado de cuentas financieras, ésta sería, en realidad, la cuenta financiera del «resto del mundo», pero puede interpretarse también, de una forma más útil, dado el contexto de este informe, como una pieza más de nuestras instituciones financieras. El esquema de cuentas financieras se completa con un resumen de la del sector público (epígrafe 4) y un intento de esbozar la cuenta financiera del sector privado (epígrafe 5). El análisis de este último sector es, por su carácter residual y por la abrumadora escasez de información, muy deficiente, pero, a pesar de ello, ha parecido conveniente resumir toda la información disponible, ya que, con todos sus defectos, arroja una imagen de los problemas financieros del sector mucho más rica y bastante distinta de la que se deduce de considerar aisladamente sus componentes. El esquema que preside este capítulo es, pues, el de un sistema coherente de cuentas financieras sectoriales, aunque la realidad tenga que quedar muy lejos del mismo. Parece importante, sin embargo, insistir en este planteamiento como única vía de integrar toda la información disponible sobre flujos financieros y con el objetivo de llegar a establecer algún día el debido nexo entre estos flujos financieros y los de ahorro e inversión de los distintos sectores económicos. Las lagunas y deficiencias que, más adelante, se apreciarán deberían servir, en todo caso, para llamar la atención sobre la urgente necesidad de mejorar las estadísticas de base indispensables para alcanzar aquel objetivo.

Es siempre difícil resumir en pocas líneas las características de la evolución financiera de un año, dada su inevitable complejidad, pero el año 1978 cabe caracterizarlo como un año de profundas transformaciones. Las diversas y amplias reformas del sistema financiero que se introdujeron en la segunda mitad de 1977 (1), y que tuvieron su pleno desarrollo en 1978,

(1) Véase Informe de 1977, pp. 201-7.

hubieran bastado para diferenciar este año de los precedentes. Pero el cambio de signo de la balanza de pagos y de la actuación del sector público vinieron a sumar otros factores de transformación, al concretarse en alteraciones importantes en la cuantía, y aún en el signo de los saldos financieros de los distintos sectores de la economía. Como era inevitable, esos cambios dejaron una profunda huella en todos los flujos financieros de la economía e incluso en las propias reformas del sistema financiero adoptadas en 1977, cuyo ritmo de aplicación tuvo que revisarse, en algunos casos, para acompañarlo a aquellos cambios y evitar que el conjunto de transformaciones resultase imposible de asimilar en tan corto espacio de tiempo. La interacción de estos dos grandes grupos de factores de cambio se irá viendo, con detalle, en las páginas que siguen, y aquí bastará con llamar la atención sobre algunos hechos destacados en 1978.

El público procedió a revisar sustancialmente al alza su preferencia por la liquidez, pero buscando unas retribuciones defensoras de la inflación al amparo de la restricción monetaria. Las entidades crediticias favorecieron estas pretensiones mediante una intensa competencia que ha elevado los tipos de interés sobre los depósitos y desnaturalizado transitoriamente los plazos de estos últimos. La fuerte presión de la demanda de fondos de préstamo en los segmentos más cortos del mercado facilitó la traslación del encarecimiento de los recursos hacia los prestatarios finales, permitió un acortamiento importante en la estructura temporal de la financiación del sistema y cerro prácticamente el diferencial entre tipos de interés a corto y a largo plazo.

Esta evolución dificultó la ampliación de los mercados libres de financiación a largo plazo, que es un objetivo básico de la reforma liberalizadora del sistema financiero; y los diferenciales creados entre la situación interna y las condiciones dominantes en unos mercados financieros internacionales repletos de liquidez estimularon fuertes entradas de capitales. Todas estas perturbaciones no deberían ocultar, sin embargo, las líneas básicas de avance de liberación del sistema financiero, y su efecto paulatino de regeneración de los tejidos del sistema, encaminados a crear mercados abiertos de capitales cuyo desarrollo permita una cierta desintermediación de las entidades de crédito y una atención eficiente a las necesidades de financiación a largo plazo de las empresas privadas y también del sector público —cuya presencia en el mercado va afianzándose con rapidez—.

1. EL SISTEMA CREDITICIO

La actividad del sistema crediticio durante el año 1978 hubo de transcurrir en medio de los importantes ajustes que, propiciados por la política de

saneamiento financiero y el proceso de liberalización iniciado en el verano de 1977, se registraron en dicho año.

CUADRO VI-1

Sistema crediticio

Fuentes y usos de fondos: Clasificación por sectores (a)

Variaciones anuales

m.m.

	1975	1976	1977	1978
FUENTES DE FONDOS:				
Sector privado	971,1	1.149,0	1.317,2	1.651,8
Disponibilidades liquidas	831,3	1.006,4	1.177,8	1.476,4
Otros pasivos liquidos (a)	2,2	18,4	53,5	49,1
Bonos de caja	43,4	34,3	18,8	1,7
Cuentas de capital	94,2	89,9	67,1	124,3
Sector público	111,7	171,5	240,8	162,9
Depósitos de organismos autónomos	2,7	30,3	52,8	- 1,3
Dotaciones al crédito oficial	97,4	115,0	147,3	149,9
Cuentas de capital (Banco de España y crédito oficial)	11,6	26,2	40,7	14,3
Sector exterior	107,1	128,2	213,3	43,0
Financiación neta a bancos, cajas y E.O.C.	72,5	118,4	200,4	39,0
D.E.G. asignados y créditos F.M.I.	34,6	9,8	12,9	4,0
FUENTES = USOS	1.189,9	1.448,9	1.771,4	1.857,7
USOS DE FONDOS:				
Sector privado	946,8	1.265,3	1.389,9	1.135,6
Créditos	769,3	1.000,6	1.201,4	895,0
Bancos y banqueros	- 6,1	71,9	13,4	21,1
Valores privados	138,5	151,9	135,0	119,4
Activo real	45,1	40,9	40,1	100,1
Sector público	191,3	170,1	205,4	365,7
Administración Central	62,3	- 42,0	59,5	145,4
Bonos del Tesoro	0,3	- 0,3	—	1,0
Crédito a organismos y corporaciones	53,3	66,0	17,3	66,9
Fondos públicos	75,4	146,4	128,6	152,4
Sector exterior	3,6	- 26,6	162,5	300,2
Reservas centrales	- 8,1	- 31,2	158,5	281,9
Otras cuentas (neto)	11,7	4,7	4,0	18,3
Partidas no clasificadas (neto)	48,3	40,1	13,6	42,5

FUENTE: Banco de España.

(a) Elaborado a partir del balance consolidado del sistema crediticio.

Los fondos intermediados por el sistema crediticio experimentaron durante el año una notable desaceleración. La evolución del sector exterior —ya analizada en sus correspondientes capítulos— explica una buena parte de este fenómeno. En efecto, el fuerte aumento de las reservas internacionales obligó a adoptar, a partir de junio de 1978, un conjunto de medidas para moderar la entrada de fondos procedentes del exterior, intentando con ello disminuir las presiones conducentes a una apreciación de la

peseta y mantener la independencia de la política monetaria interna, evitando de este modo la puesta en peligro del ajuste iniciado hacia un mayor equilibrio interno y externo. Estas medidas dieron lugar a un descenso del flujo de fondos obtenidos por las instituciones bancarias en los mercados internacionales. Al efecto de estas medidas, se vino a añadir la reducción de flujos con origen en el sector público, de tal forma que ambos hechos marcaron una corriente dominante que no fue capaz de contrarrestar el incremento registrado en los fondos procedentes del sector privado.

Junto a este fenómeno de desaceleración debe mencionarse también otra nota característica de la evolución del sistema en este año consistente en el importante cambio de estructura que se produjo tanto en la captación como en el uso de los fondos. En cuanto a la captación de fondos hay que destacar como la liberalización de los tipos de interés a más de un año y el carácter restrictivo de la política monetaria practicada por las autoridades, al facilitar, por una parte, y promover, por otra, la modificación de la estructura de tipos de interés, indujeron importantes cambios de estructura en la colocación de fondos privados. A ello contribuyó también, entre otros factores, el cúmulo de incertidumbres que en los últimos años agobiaban las decisiones de inversión y que, con respecto a los instrumentos financieros, ha determinado un desplazamiento de las preferencias del público hacia posiciones a corto mantenidas en forma de activos de renta fija.

Esos cambios en la estructura de los fondos privados no llegaron a modificar la tendencia al aumento, en los últimos años, de la participación de las cajas de ahorro en el total de recursos intermediados (1). Y ello, a pesar del importante esfuerzo desarrollado por los bancos privados en el mercado de depósitos a plazo. Esfuerzo que, por otro lado, tuvo un origen fundamentalmente defensivo, ya que fue la banca, por la estructura de sus recursos, la que, en principio, sufrió en mayor medida los efectos de las acciones restrictivas del Banco de España. Junto a ello es también cierto que las restricciones a la entrada de fondos desde el exterior, antes mencionadas, incidieron de forma especial sobre la banca, contribuyendo a aumentar las diferencias respecto a las cajas en el ritmo de captación de recursos. Diferencias también agravadas por los movimientos netos entre entidades bancarias.

La utilización de los fondos del sistema crediticio se vio afectada por la política monetaria adoptada en el año. En primer lugar, la combinación de

(1) Hay que reseñar, sin embargo, como la distribución por instituciones de los fondos privados, a diferencia de los últimos años, experimentó fluctuaciones que prosiguen en 1979.

política monetaria interior y exterior elegida por las autoridades promovió una acumulación de activos exteriores que, como se ha expuesto en el capítulo V de este informe, trajo consigo una importante caída del ritmo de avance de la financiación concedida por las entidades crediticias al sector privado de la economía. En segundo lugar, como consecuencia de las diferencias observadas en el crecimiento de cajas y bancos, no sólo se redujo el ritmo de avance de la financiación del sistema crediticio al sector privado sino que también registró fuertes cambios la estructura de canalización, por instituciones, de la misma, lo que finalmente acabó influyendo en la asignación entre sectores, sobre la que incidió también la actuación de los circuitos privilegiados. Estos, a pesar de las medidas adoptadas en 1977, que contribuyeron a reducir su peso dentro de la financiación al sector privado, registraron un aumento apreciable como consecuencia del crecimiento de los fondos proporcionados al sector público.

Por tanto, la política de saneamiento financiero dirigida, entre otras cosas, a modificar la estructura de flujos de fondos, generó importantes fricciones que sumaron sus efectos a los de la restricción de la cantidad agregada. Sin embargo, hay que reseñar cómo el origen de muchas de aquellas fricciones, y, desde luego, el efecto de la política agregada, no son sino el resultado deseado de la política emprendida en 1977, que perseguía un importante desplazamiento de recursos hacia el sector exterior y la remodelación de la actividad productiva, junto al saneamiento, en fin, de la estructura financiera de los sectores público y privado. Este proceso se ha desarrollado con avances y retrocesos, promovidos éstos por la observa-

CUADRO VI-2

Sistema crediticio
Entrega neta de fondos al sistema

m.m.

	1975	1976	1977	1978
Sector privado	32,3	- 107,1	- 79,5	516,2
Sector público (a)	- 79,6	1,4	35,4	- 202,8
Administración Central	- 15,4	37,6	- 22,9	- 130,7
Organismos y corporaciones	- 64,2	- 36,2	58,3	- 72,1
Sector exterior	95,6	145,8	57,7	- 257,2
Partidas no clasificadas	- 48,3	- 40,1	- 13,6	- 56,2

FUENTE: Cuadro VI-1

(a) Administración Central comprende «bonos del Tesoro» y «dotación a E.O.C.». Organismos y Corporaciones comprende «depósitos», «cuentas de capital» y «créditos». La partida de fondos públicos se ha distribuido asignando a Organismos y Corporaciones las emisiones netas del INI y otros organismos, y las compras estimadas de fondos por el sistema a la Seguridad Social, aplicando el resto al Tesoro.

ción de efectos indeseados o por las presiones sociales dirigidas a evitar algunos de los deseados, en principio por las autoridades. Con todo, a pesar de haber caminado en la dirección pretendida los desequilibrios manifestados en el proceso han hecho necesario adoptar medidas para una reconducción más pausada del mismo.

El cuadro VI-2, donde se muestra la entrega neta de fondos de los sectores del sistema crediticio proporciona una idea de las importantes modificaciones registradas en el proceso de intermediación, que, por otra parte, constituyen un reflejo de lo expuesto, en el capítulo II, en relación con la cuenta consolidada de capital de la economía.

Frente a lo observado en 1976 y 1977, el sector privado aparece, en 1978, aportando fondos al sistema crediticio, como resultado de la importante reducción del déficit financiero global del sector (1) generada por el aumento de la tasa de ahorro y la reducción de los gastos de inversión. No puede olvidarse, sin embargo, que el fuerte cambio registrado en la posición neta del sistema crediticio frente al sector privado fue consecuencia, sobre todo, de la misma política restrictiva practicada por las autoridades, que, en definitiva, acabó forzando aquella «cesión» neta de fondos al sistema. En este sentido, conviene no extraer conclusiones apresuradas de cuadros tan agregados como los de referencia, ya que sólo el examen de un cuadro completo de flujos de fondos, cuya ausencia es bien notoria, y de los balances consolidados de los distintos sectores, permitiría una idea detallada y correcta de una situación en la que la mejora y saneamiento inicial de algunos sectores productivos debe estar acompañada de la situación crítica de otros, y donde, en última instancia, deben estar pesando mucho los aumentos del crédito comercial, entre entidades privadas no bancarias, forzados por el racionamiento del crédito de las entidades crediticias. Así, debe haberse producido en algunas empresas un fuerte aumento de las colocaciones (relativas) en crédito comercial que, de forma inmediata, deben estar ejerciendo una influencia negativa sobre las decisiones de inversión.

Por lo que respecta al sector público, el aumento del recurso neto al sistema crediticio aparece relacionado tanto con el aumento de su déficit

(1) Hay que tener en cuenta que, de acuerdo con lo que se expondrá más adelante, el cambio registrado en las relaciones con el sistema crediticio sólo fue compensado parcialmente por el aumento de las entradas netas de capital privado procedentes del exterior (y no canalizadas por la Banca). Si, por otro lado, los fondos proporcionados a las empresas, a través del mercado de capitales, por entidades financieras no bancarias y por las economías domésticas, parecen haber registrado una reducción o, en cualquier caso, esos flujos parecen no haberse incrementado, puede llegar a deducirse que la reducción del déficit financiero de las empresas debe haber sido apreciable.

total como con la reducción del recurso a los mercados exteriores e incluso con la reducción del endeudamiento exterior. Una vez descontados estos últimos, la Administración Central aparecería, en 1978, reduciendo, aunque ligeramente, su posición tomadora de fondos del sistema crediticio. Los organismos autónomos muestran, sin embargo, un fuerte aumento de su recurso neto frente a lo sucedido en 1977, año en que cedieron fondos al sistema. Las entidades crediticias aparecen acumulando activos sobre el sector exterior como reflejo del fuerte superávit de la cuenta corriente y el aumento de las entradas netas de capital privado.

1.1. Captación de recursos por las entidades de crédito

En el capítulo precedente se describió la evolución de los agregados monetarios y, más en concreto, de las disponibilidades líquidas, como el resultado de la interacción de los comportamientos de las autoridades, el sistema bancario y el público. Ahora toca referirse aquí, con mayor detalle, a la composición de aquellos agregados y a la evolución de las restantes fuentes de recursos.

La estructura de los pasivos monetarios del sistema crediticio, es decir, de las disponibilidades líquidas, registró cambios muy notables en los dos últimos años, como consecuencia fundamentalmente de la política de carácter restrictivo instrumentada por las autoridades monetarias y de la liberalización de los tipos de interés de los depósitos a más de un año llevada a cabo en julio de 1977. Junto a éstos, otros factores tales como el anuncio y puesta en marcha de la reforma fiscal, pudieron haber incidido también sobre la composición de dichos pasivos.

El efectivo en manos del público que, hasta 1977, había mostrado un ritmo de crecimiento inferior al de las disponibilidades líquidas, reduciendo su participación en el conjunto de las mismas, registró en 1977 y 1978 un aumento superior al del conjunto de los restantes componentes, lo que, en cierto sentido, constituyó una evidencia indirecta del carácter restrictivo de la política practicada por las autoridades monetarias. En efecto, como es bien sabido, el sistema crediticio se limita a atender la demanda de efectivo por parte del público, en tanto que la evolución del conjunto de los depósitos se halla condicionada por la oferta de activos líquidos efectuada por el Banco de España. Así, mientras que la evolución del efectivo reflejó, aún cuando con retraso, la marcha de los precios al consumo, el conjunto de los depósitos, como se ha expuesto en el capí-

Sistema crediticio
Evolución de los pasivos monetarios y similares

m.m. y porcentajes

	Variación anual				Saldos a 31-XII-78	Tasas de crecimiento (b)			
	1975	1976	1977	1978		1975	1976	1977	1978
Disponibilidades líquidas	835,7	1.006,3	1.177,8	1.476,4	8.889,6	18,9	19,2	18,9	19,9
Oferta monetaria.....	317,8	408,6	466,3	467,0	3.315,0	19,2	20,7	19,4	16,4
<i>Efectivo</i>	77,4	90,8	162,5	168,8	946,7	17,3	17,3	26,4	21,7
<i>Depósitos a la vista</i>	240,5	317,7	307,9	298,2	2.368,3	19,9	21,9	17,0	14,4
Depósitos de ahorro	257,0	338,4	320,2	383,8	2.528,4	20,5	22,8	17,5	17,9
Depósitos de ahorro vinculado.....	- 1,7	- 0,7	- 0,5	- 0,4	1,1	- 39,5	- 25,9	- 25,0	26,7
Depósitos a plazo (a)	262,4	260,1	394,7	626,1	3.045,2	17,5	14,7	19,5	25,9
<i>Tres meses</i>	10,6	7,2	7,3	5,4	52,1	49,7	22,4	18,5	11,5
<i>Seis meses</i>	21,9	17,0	1,1	0,9	109,4	31,9	18,8	1,0	0,8
<i>Un año</i>	- 21,8	55,8	221,3	483,8	1.441,8	- 3,1	8,2	30,4	50,5
<i>Plazo superior</i>	251,7	180,1	165,0	136,0	1.441,9	35,5	18,7	14,5	10,4
Otros pasivos líquidos	2,2	18,8	53,4	49,1	200,5	2,8	23,7	54,5	32,4
Bonos de caja en poder del público	43,4	34,4	18,7	1,7	200,2	42,5	23,6	10,4	0,8
TOTAL	881,3	1.059,5	1.249,9	1.527,2	9.290,3	19,1	19,4	19,2	19,7

FUENTE: Banco de España.

(a) Clasificados por tipos de interés.

(b) Sobre saldos a fin de diciembre del año anterior.

tulo anterior, vio limitado su crecimiento por la actuación de las autoridades monetarias. Esta actuación se tradujo en un endurecimiento apreciable de las condiciones en los mercados monetarios y financieros, al que la demanda de efectivo se mostró escasamente sensible.

En 1977, el fuerte aumento del ritmo de inflación indujo una aceleración importante de la tasa de avance de la demanda de efectivo al aumentar la cantidad necesaria para instrumentar las transacciones en que éste se utiliza de manera fundamental. El anuncio de medidas de reforma fiscal, durante los meses de verano, y la entrada en vigor del impuesto extraordinario sobre el patrimonio, a finales de año, influyeron también sobre la evolución a corto plazo de la cantidad de efectivo en manos del público, promoviendo acciones de atesoramiento. Estos movimientos debieran haber tenido, en principio, un carácter transitorio; sin embargo, no llegó a apreciarse una vuelta al sistema de las cantidades inicialmente filtradas hacia el público. Y esto probablemente sucediera así por coincidir aquellas acciones con el aumento de las cantidades necesarias para instrumentar

transacciones, facilitando en cierto sentido el proceso de ajuste a un nuevo nivel, proceso que pudo resultar más rápido que en otras ocasiones (1).

Posteriormente, a medida que se fue registrando un descenso del ritmo de inflación, se produjo, a lo largo de 1978, una caída de la tasa de avance del efectivo desde 26,2 % en el primer semestre a 17,4 % en el segundo, apreciándose un acercamiento entre las tasas de avance del efectivo y del conjunto de los depósitos (21,7 % en el primer semestre y 18,2 % en el segundo).

Durante el primer trimestre de 1979, el efectivo ha mostrado una evolución desigual, con tasas cambiantes como consecuencia, en parte, de un proceso transitorio de atesoramiento probablemente asociado con la celebración de las elecciones legislativas y con las huelgas laborales registradas en la banca privada y, por otra parte, como resultado, quizás, de un tratamiento estadístico insatisfactorio de los movimientos estacionales e irregulares que vienen afectando a la evolución de las series. En estas condiciones, resulta difícil apreciar la medida en que esté produciéndose una nueva aceleración de la demanda de efectivo que pudiera estar relacionada con el rebrote inflacionista registrado en los últimos meses de 1978 y los dos primeros de 1979 y con un posible aumento del gasto. Con todo, de acuerdo con lo expuesto en el capítulo II, es de esperar que prosiga la desaceleración del ritmo de crecimiento del efectivo y que, finalmente, se reanude la tendencia al descenso de la participación del mismo en el conjunto de las disponibilidades líquidas.

En cuanto a la estructura de **los depósitos del sistema bancario**, ésta se vio fundamentalmente influida por las variaciones de los tipos de interés.

Como se expuso en el Informe de 1977, la liberalización de los tipos de los depósitos a más de un año, que fue acompañada de la elevación en un punto porcentual del tipo básico y, en correspondencia, de un aumento de los tipos máximos autorizados para los depósitos de ahorro y a plazo inferior a un año abrió el camino para una ampliación de las diferencias entre los tipos de los depósitos a plazo y los depósitos a la vista y de ahorro tal como se muestra en el cuadro VI-4; y, dentro de los depósitos a plazo, para un aumento de la diferencia entre los tipos libres y los regula-

(1) En cualquier caso, frente a descripciones que ponen énfasis especialmente en motivos tales como la evasión fiscal, etc., a la hora de explicar la fuerte aceleración registrada en el crecimiento del efectivo en manos del público durante 1977, conviene insistir en el aumento del ritmo de variación de los precios como motivo fundamental. En apoyo de esta afirmación, los estudios econométricos realizados en el Servicio de Estudios del Banco de España permiten mantener la hipótesis de una elasticidad unitaria de la demanda de efectivo respecto a los precios de consumo, si bien ese efecto total se alcanza a través de un proceso de ajuste que se extiende a lo largo de varios trimestres.

Depósitos del sistema bancario: Tipos de interés (a)

Porcentajes

	Dep. de ahorro	Depósitos a plazo										
		Tres meses	Seis meses	Un año			Dos años			Tres o más años		
				Banca Com.	Banca Ind.	Cajas	Banca Com.	Banca Ind.	Cajas	Banca Com.	Banca Ind.	Cajas
1974												
I TR	2,50	3,5	4,5	...	5,0	...	...	6,0	...	...	6,0	...
II TR	2,50	3,5	4,5	...	5,0	...	...	6,0	...	...	6,0	...
III TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,6	7,4	8,1	8,6	8,0
IV TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,2	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
1975												
I TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,2	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
II TR (b)	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,8	7,4	8,2	8,6	8,0
III TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,8	7,4	8,2	8,6	8,0
IV TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
1976												
I TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
II TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
III TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
IV TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
1977												
I TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
II TR	2,75	4,5	5,5	...	6,0	...	7,1	7,9	7,4	8,2	8,6	8,0
III TR	3,75	5,5	6,5	8,5	9,1	7,5	8,7	9,8	8,4	9,8	10,5	9,5
IV TR	3,75	5,5	6,5	8,8	10,4	7,5	9,0	10,6	8,4	9,8	11,3	9,5
1978												
I TR	3,75	5,5	6,5	8,6	10,7	7,5	8,9	11,4	8,4	9,8	11,4	9,5
II TR	3,75	5,5	6,5	8,9	10,9	7,5	8,9	11,5	8,4	9,8	11,4	9,7
III TR	3,75	5,5	6,5	9,3	11,8	7,5	9,1	11,5	8,4	9,8	11,5	9,7
IV TR	3,75	5,5	6,5	9,4	11,9	7,7	9,4	11,7	8,4	10,0	11,7	9,7
1979												
I TR	3,75	5,5	6,5	9,8	12,3	7,7	9,6	11,9	8,6	10,1	11,9	9,9

FUENTE: Banco de España

(a) Para los tipos libres, declaraciones de la Banca privada y las Cajas de Ahorro. En el caso de los sujetos a regulación legal, los tipos máximos autorizados.

Para la banca comercial se ha escogido una muestra representativa de los bancos nacionales. En cualquier caso, se ha obtenido una media de los tipos declarados como mas frecuentes, hasta junio de 1977, y, a partir de esta fecha, de los tipos medios ponderados de las operaciones del mes.

(b) Los tipos que figuran en el cuadro son los tipos brutos, antes de la deducción del impuesto sobre rendimiento del capital: 15% a partir de 1975.

dos y para una aproximación, por otro lado, entre los tipos de los depósitos a un año y los de aquéllos a superior plazo. Posteriormente, hasta marzo de 1979, las diferencias entre los tipos de interés continuaron moviéndose en la dirección inicialmente apuntada, apreciándose una cierta respuesta, aún cuando bastante amortiguada y con retraso, a la evolución de los mercados monetarios y crediticios (1).

(1) La mayor difusión de información y el «aprendizaje» de los depositantes harán que ese proceso de respuesta resulte más rápido y que, paralelamente, se produzca un acercamiento entre los niveles medios de los tipos de depósitos a plazo y los del mercado interbancario.

Como puede apreciarse en el cuadro VI-4, fueron los tipos de los depósitos a un año en la banca, y especialmente en la industrial, los que mostraron un mayor dinamismo. Las cajas de ahorro, por su parte, sólo procedieron a revisar sus tipos a un año a finales de 1978 y comienzos de 1979, ante la pérdida de posiciones registrada en el mercado de depósitos a plazo como consecuencia del comportamiento más agresivo de la banca.

Los tipos a plazo superior a dos años registraron elevaciones de menor cuantía, llegando prácticamente a anularse el diferencial con los tipos a un año. Este proceso, al que hasta ahora sólo son ajenas las Cajas de Ahorro, parece responder, fundamentalmente, a las expectativas bancarias sobre un descenso futuro de los tipos a un año a medida que la política monetaria resulte menos restrictiva. Por otro lado, el desplazamiento de las preferencias del público hacia posiciones más líquidas registrado en los últimos años obligaría a retribuir los depósitos a plazo superior a dos años con unos tipos notablemente más elevados y la banca no parece dispuesta a acceder a ello porque espera, asimismo, que se despejen las incertidumbres que contribuyen actualmente a mantener las preferencias del público por plazos más cortos (1).

Junto a la mejor remuneración relativa de los depósitos a plazo de un año conviene resaltar el importante aumento de los certificados de depósitos, con liquidez asegurada, en muchas ocasiones, mediante su endoso a la par o con ligeras pérdidas, y el desarrollo, por otro lado, de fórmulas mixtas de depósitos a la vista o de ahorro y a plazo.

Antes de estudiar las modificaciones registradas en la estructura de depósitos como consecuencia de las variaciones de los tipos de interés y de los otros factores reseñados, conviene detenerse en el análisis de las diferencias observadas en la actuación de la banca privada y las cajas de ahorro. Se puede decir que aquellas diferencias respondieron tanto a las características dominantes de sus respectivas clientelas, que evidencian comportamientos relativamente distintos, como al grado de incidencia a corto plazo que las acciones de las autoridades ejercen sobre ambos tipos de instituciones. En cuanto al comportamiento de las clientelas, en las cajas predomina el pequeño ahorrador, con un nivel de información y una capacidad de negociación más reducidos que el grupo más importante de

(1) Una parte importante de los depósitos a plazo pudo responder durante el período analizado a la adopción de posiciones especulativas en espera de una mejora de las perspectivas del mercado de renta variable y de la inversión en equipo productivo, y sobre otra parte bastante significativa puede haber incidido la incertidumbre acerca de la futura evolución del proceso inflacionista, decidiendo fórmulas de colocación que permitan una más rápida reorientación de sus decisiones de cartera. Hay que resaltar cómo una importante modificación de la curva de estructura de tipos de interés por plazos ha sido observado también, en los últimos años, en varios países, respondiendo a la elevación del ritmo de inflación y al cúmulo de incertidumbres que rodea a las decisiones de cartera e inversión.

clientes de la banca, grupo que resulta, a la vez, más sensible a la evolución a corto plazo del mercado crediticio. Con respecto a la incidencia relativa de las acciones de las autoridades, es bien notoria la menor dependencia de las cajas de ahorro respecto al Banco de España, a la que se une la notable estabilidad de sus flujos de fondos, que hasta muy recientemente se han mostrado poco sensibles a la alteración de las condiciones del mercado crediticio, y, en fin, el mantenimiento de una segunda línea de liquidez constituida por depósitos en la banca. Estos factores contribuyen a que el comportamiento de las cajas en el mercado de depósitos se vea menos afectado por los avatares a corto plazo del mercado crediticio y, sobre todo, por las acciones de ajuste emprendidas por el Banco de España para reconducir la evolución de los depósitos del sistema bancario hacia la senda deseada. Ese no es, desde luego, el caso de la banca privada, pudiendo apreciarse cómo los aumentos de los tipos de los depósitos a plazo efectuados por los bancos han seguido a períodos en que la actuación del Banco de España ha inducido un menor crecimiento del crédito y los depósitos totales que, habiendo incidido en mayor medida sobre aquéllos por las razones antes expuestas, les han obligado a emprender acciones defensivas de sus posiciones en el mercado. En el caso de la banca industrial hay que resaltar como ésta se vio relativamente más afectada, especialmente en la segunda mitad de 1977, por las reducciones del crédito concedido por el Banco de España al sistema bancario y, además, tuvo que afrontar en mayor medida el desplazamiento de las preferencias del público hacia posiciones a más corto plazo, que ha incidido en forma notable sobre el crecimiento de los bonos de caja en poder de aquél, prácticamente estancados desde la segunda mitad de 1977. Volviendo a las cajas de ahorro, conviene finalmente no olvidar que la capacidad de las cajas de ahorro para competir mediante elevaciones de los tipos de interés de los depósitos a plazo se halla muy limitada por la estructura de su activo, en el que predominan las colocaciones a largo, forzadas por coeficientes de inversión obligatoria y con tipos de rendimiento bajos.

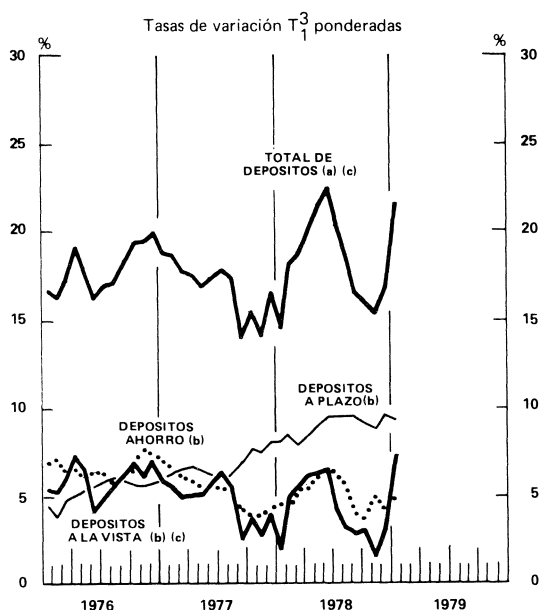
El aumento de las diferenciales de tipos de interés junto con la mayor utilización de fórmulas que aseguran la liquidación de los depósitos a plazo antes de su vencimiento contribuyeron, como puede apreciarse en el cuadro VI-5, a estimular al trasvase de fondos desde los depósitos a la vista y de ahorro hacia los a plazo y, en especial, a los de un año. Estos, por otro lado, aumentaron su participación en el total a costa también de la reducción de los a plazo superior e inferior.

Mientras el desplazamiento desde los depósitos de ahorro hacia los depósitos a plazo siguió un ritmo relativamente regular, la participación de los

depósitos a la vista en el total mostró una evolución más irregular, viéndose afectada por la tasa de avance del total de los depósitos y del crédito. En definitiva, los depósitos a la vista reciben los impactos transitorios de la evolución del conjunto de los depósitos, mostrando además una mayor sensibilidad a la evolución de las condiciones de mercado crediticio. Por ello, resulta difícil asegurar si la respuesta absoluta de los depósitos a la vista a las variaciones de los tipos a plazo fue mayor o menor que la de los depósitos de ahorro. Conviene reseñar que, aún cuando el aumento de la diferencia con los tipos de los depósitos a plazo de un año fue mayor en el caso de los depósitos a la vista, la sensibilidad de éstos respecto a dicha diferencia ha sido en el pasado menor que la de los depósitos de ahorro. Con todo, pueden haber concurrido otros factores que juegan a favor de los depósitos a la vista.

GRAFICO VI-1

Evolución de los depósitos del sistema bancario y contribución de sus componentes



(a), (b) y (c). Véanse las mismas notas del gráfico V-7, cuyas referencias a las "disponibilidades líquidas" han de entenderse aquí sustituidas por los "depósitos del sistema bancario".

Cuando se desciende al detalle por instituciones resulta que, como se muestra en el cuadro VI-6 y a tenor de lo expuesto respecto a los tipos de interés, fueron los depósitos a plazo en la banca privada los que experimentaron un aumento importante de su participación en el total de los depósitos del sistema, mientras que los correspondientes a las cajas de ahorro disminuyeron dicha participación en el conjunto. Si, con mayor detalle, se distingue por plazos, puede observarse como, de acuerdo también con la evolución de los diferenciales de tipos de interés, aquel aumento se encuentra localizado en los depósitos a un año realizados en los bancos privados, mientras que todas las demás clases de depósitos (vista, ahorro y plazos distintos a un año) en dichas entidades (1) registran una

(1) Los depósitos de ahorro y a plazo inferior a un año efectuados en la banca industrial aumentan su participación en el conjunto de los depósitos del sistema bancario, pero sus cantidades absolutas son poco significativas.

CUADRO VI-5

Depósitos del sistema bancario (ø, *)**Estructura porcentual por clases**

Porcentajes

	A la vista	De ahorro	Plazo				
			Total	A tres meses	A seis meses	A un año	Superior a dos años
1974							
I TR.....	29,7	32,6	37,8	0,4	1,8	21,9	13,7
II TR.....	29,5	32,1	38,5	0,4	1,8	20,5	15,8
III TR.....	29,1	31,9	39,0	0,5	1,8	19,4	17,3
IV TR.....	28,9	31,5	39,6	0,6	1,8	18,2	19,0
1975							
I TR.....	28,4	31,3	40,3	0,6	1,9	17,1	20,7
II TR.....	28,5	31,4	40,1	0,6	1,9	16,3	21,3
III TR.....	28,8	31,6	39,6	0,6	2,0	15,6	21,4
IV TR.....	29,1	31,9	39,0	0,7	2,0	15,0	21,3
1976							
I TR.....	29,3	32,3	38,4	0,8	2,1	14,4	21,1
II TR.....	29,4	32,5	38,1	0,7	2,1	14,1	21,2
III TR.....	29,5	32,6	37,9	0,7	2,1	13,8	21,3
IV TR.....	29,8	32,8	37,5	0,7	2,0	13,5	21,4
1977							
I TR.....	29,8	32,9	37,3	0,8	1,9	13,1	21,6
II TR.....	29,8	32,9	37,3	0,8	1,9	12,8	21,9
III TR.....	29,8	32,8	37,4	0,8	1,8	13,1	21,7
IV TR.....	29,5	32,5	37,9	0,8	1,6	14,8	20,7
1978							
I TR.....	29,4	32,9	38,3	0,7	1,6	16,1	19,8
II TR.....	29,4	32,1	38,5	0,7	1,5	17,0	19,2
III TR.....	28,3	32,0	39,1	0,7	1,5	17,8	19,2
IV TR.....	28,4	31,8	39,8	0,7	1,4	18,8	19,0
1979							
I TR (P).....	28,5	31,4	40,1	0,7	1,3	19,4	18,8

FUENTE: Banco de España.

CUADRO VI-7

Depósitos: Detalle

Tasas de crecimiento sobre saldos a fin de diciembre

	Banca comercial			Banca comercial			Cajas de Ahorro		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
TOTAL	17,8	17,1	18,2	26,0	16,6	23,4	21,4	20,2	21,5
Vista.....	21,1	15,3	12,0	41,3	22,6	14,3	20,7	27,1	29,4
Ahorro.....	19,0	12,8	12,2	48,8	- 11,3	24,6	25,4	22,4	22,1
Plazo.....	13,1	22,6	29,9	16,2	18,1	28,5	16,4	15,2	18,2
Tres y seis meses.....	10,3	- 1,0	- 1,3	- 27,1	17,1	26,8	54,5	18,8	11,7
Un año.....	3,9	48,4	71,7	75,7	113,8	189,1	11,4	9,0	12,9
Mayor plazo.....	19,4	11,9	3,8	14,9	11,7	7,9	18,8	22,4	25,1
Certificados depósitos.....	221,6	112,8	42,3	23,7	25,1	32,6	—	—	122,1

FUENTE: Banco de España

Depósitos y bonos de caja: Detalle

Saldos a fin de periodo

m.m. y porcentajes

	Total sistema				Banca comercial				Banca industrial				Cajas de Ahorro			
	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978
CIFRAS ABSOLUTAS:																
Total Depósitos	4.688,8	5.601,3	6.615,4	7.916,5	2.881,7	3.396,1	3.976,9	4.703,3	255,4	321,4	374,8	462,7	1.522,0	1.883,8	2.263,7	2.750,5
Depósitos a la vista	1.435,9	1.752,4	2.050,2	2.341,8	1.205,2	1.459,2	1.682,0	1.884,1	72,0	101,7	124,7	142,7	158,7	191,5	243,5	315,2
Depósitos de ahorro	1.486,0	1.824,4	2.144,6	2.528,4	683,2	813,0	917,4	1.029,0	21,3	31,7	28,1	35,0	781,5	979,7	1.199,1	1.464,4
Dep. de ahorro vinculado.	2,7	2,0	1,5	1,1	0,1	0,1	—	—	—	—	—	—	2,6	1,9	1,5	1,1
Depósitos a plazo	1.764,3	2.022,4	2.419,1	3.045,2	993,2	1.123,8	1.377,5	1.790,2	161,8	188,0	222,0	285,2	609,3	710,6	819,6	969,8
A 3 meses	32,2	39,4	46,7	52,1	25,3	31,6	36,2	39,3	2,5	1,5	1,8	2,7	4,4	6,3	8,7	10,1
A 6 meses	90,4	107,4	108,5	109,4	62,2	61,9	59,3	54,9	2,3	2,0	2,3	2,5	25,9	40,5	46,9	52,0
A 1 año	680,9	736,7	958,0	1.441,8	348,6	362,2	537,5	923,2	6,6	11,6	24,8	71,7	325,7	362,9	395,7	446,9
A mayor plazo	960,8	1.138,9	1.305,9	1.441,9	557,1	665,1	744,5	772,8	150,4	172,9	193,1	208,3	253,3	300,9	368,3	460,8
Certificados Depósitos (a). ....	...	...	373,6	521,3	26,4	84,9	180,7	257,1	118,5	146,6	183,4	243,1	...	...	9,5 (d)	21,1 (d)
Efectos a pagar .....	...	...	...	...	66,9	83,6	133,2	172,1	12,6	14,4	18,2	28,4	...	...	...	...
Bonos de caja	145,4	179,8	198,5	200,2	—	—	—	—	145,4	179,8	198,5	200,2	—	—	—	—
DISTRIBUCION POR-CENTUAL:																
Depósitos a la vista (b).	100,0	100,0	100,0	100,0	83,9	83,3	82,0	80,5	5,0	5,8	6,1	6,1	11,0	10,9	11,8	13,4
Depósitos ahorro (b).....	100,0	100,0	100,0	100,0	46,0	44,6	42,8	40,7	1,4	1,7	1,3	1,4	52,6	53,7	55,9	57,9
Depósitos a plazo (b)....	100,0	100,0	100,0	100,0	56,2	55,5	56,9	58,7	9,2	9,3	9,2	9,4	34,6	35,2	33,9	31,8
Total depósitos (c)	100,0	100,0	100,0	100,0	61,4	60,6	60,1	59,4	5,4	5,7	5,7	5,8	33,1	33,6	34,2	34,7
Depósitos a la vista (c).	30,6	31,3	31,0	29,6	25,6	26,1	25,4	23,8	1,5	1,8	1,9	1,8	3,4	3,4	3,7	4,0
Depósitos ahorro (c).....	31,7	32,6	32,4	31,9	14,6	14,5	13,9	13,0	0,5	0,6	0,4	0,4	16,7	17,5	18,1	18,5
Depósitos a plazo (c)....	37,7	36,1	36,6	38,5	21,2	20,1	20,8	22,6	3,5	3,4	3,4	3,6	13,0	12,7	12,4	12,3

FUENTE: Banco de España.

- (a) Los certificados de depósito pueden emitirse a plazos entre uno y cinco años. Las estadísticas disponibles no permiten realizar su desglose por plazos al momento de emisión.
- (b) Sobre la suma de cada grupo de depósitos (vista, ahorro o plazo) de los tres grupos de entidades.
- (c) Sobre el total de depósitos del sistema bancario.
- (d) Solamente cajas confederadas.

Sistema crediticio**Número de oficinas y saldo medio de depósitos por oficina**

	Número de oficinas (unidades)			Tasa de crecimiento de las oficinas (porcentajes)			Saldo medio por oficina (millones de ptas.)		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978	1976	1977	1978
Banca comercial	8.615	9.719	10.528	19,4	12,8	8,3	394,2	409,2	446,7
Banca industrial	483	491	566	32,7	1,7	15,3	665,4	763,3	817,5
Cajas de ahorro (a)	8.365	8.762	9.077	6,1	4,7	3,6	237,6	273,8	319,1
<i>Confederadas (a)</i>	6.818	7.206	7.502	7,2	5,7	4,1	276,1	315,7	365,8
<i>Postal (a)</i>	1.547	1.556	1.575	1,8	0,6	1,2	67,9	79,4	96,4
Cooperativas de crédito	2.137	2.277	2.398	5,1	6,6	5,3	79,5	89,8	108,0

FUENTE: **Banco de España**

(a) Incluidos depósitos de organismos públicos, E.O.C. y en moneda extranjera.

reducción respecto al conjunto de los depósitos del sistema bancario. La situación es totalmente distinta para las cajas de ahorro, ya que los depósitos a un año, y aquéllos a tres y seis meses, son los que muestran una disminución dentro del total de depósitos del sistema, y las demás categorías de depósitos realizados por el público en las cajas de ahorro registran tasas de crecimiento superiores a las del conjunto. Así pues, el aumento de la participación de los depósitos a un año en la banca privada se puede decir que tuvo lugar a costa de la disminución de los restantes depósitos en la banca y, propablemente, de los depósitos a plazos inferiores a dos años en las cajas de ahorro, los cuales parecen también haber perdido posiciones, a su vez, en favor de los a superior plazo efectuados por el público en estas instituciones.

Durante 1977 y 1978, no parece, por otro lado, que llegaron a registrarse desplazamientos desde los depósitos a la vista y de ahorro de las cajas hacia los depósitos a plazo efectuados en las mismas. Sin embargo, como consecuencia de la elevación de los tipos a plazo llevada a cabo, a finales de 1978 y comienzos de 1979, por algunas grandes cajas de ahorro como respuesta al desplazamiento de depositantes a plazos registrado a favor de la banca, se produjo dentro de las mismas cajas, una sustitución apreciable de depósitos a la vista y de ahorro por depósitos a plazo, aumentando, dentro de éstos, el porcentaje de depósitos a un año. Así, pues, aún cuando se percibe una cierta segmentación del mercado, con separación entre los depositantes de las cajas de ahorro y de la banca privada, aquéllos son también bastante sensibles a las modificaciones de tipos de interés. Y si, hasta finales de 1978, los depósitos de ahorro de las cajas no parecían haber registrado los efectos de la fuerte elevación de tipos efectuada por

la banca privada, ello pudo ser tanto por problemas de información como porque aquellos aumentos habían tenido lugar, fundamentalmente, para los grandes depósitos (si bien la denominación de grande no ha ido aumentando con la inflación e incluso ha disminuido) en forma de certificados, a los que no podía acceder el pequeño ahorrador que es cliente dominante en las cajas de ahorro (1). Si, por otra parte, se tiene en cuenta que el aumento del diferencial entre los tipos de los depósitos de ahorro y a plazo de un año en las cajas que tuvo lugar en 1977 (y que se mantuvo prácticamente a lo largo de 1978), fue escasamente de medio punto porcentual y pudo no ser suficiente para combatir la preferencia por posiciones más líquidas, se comprende que las formas de comercialización utilizadas por las cajas de ahorro (sorteos, regalos, etc.) hayan mostrado su éxito reteniendo a aquella clase de depositantes, creciendo los fondos aportados por éstos en función de la evolución de la renta de los sectores socioeconómicos correspondientes. Con todo, como ya se ha indicado, la elevación de tipos instrumentada por la banca a partir de la primera mitad de 1978 parece que finalmente ha acabado por incidir significativamente sobre las cajas de ahorro, que entre septiembre de 1978 y marzo de 1979 han experimentado una pérdida importante de posiciones (2). Así, algunas cajas han tenido finalmente que revisar al alza sus tipos a un año y, como consecuencia, se ha registrado el desplazamiento referido.

A pesar de que en los párrafos anteriores se haya insistido fundamentalmente en las variaciones de los tipos de interés a la hora de explicar las modificaciones de la estructura de los depósitos del público en el sistema bancario, conviene no olvidar la importancia que puede haber tenido el desarrollo de nuevas formas y procedimientos de conferir más liquidez a los depósitos a plazo. En relación con ello, conviene reseñar el importante aumento registrado en los dos últimos años por los depósitos a plazo realizados en forma de certificados, figura que, es digno de mencionar, ha comenzado finalmente a ser utilizada por las cajas de ahorro. En el caso de la banca privada, el mayor aumento registrado en los dos últimos años se produjo a partir de la segunda mitad de 1977 y en plazos inferiores a dos años; en las cajas dominan, sin embargo, los correspondientes a plazos superiores.

(1) En definitiva, para los pequeños depósitos, las diferencias entre tipos a un año no ha existido prácticamente entre cajas de ahorro y banca privada. Y, es más, si se concentra la atención en los bancos nacionales y en las cajas de ahorro más importantes, la diferencia existente lo es a favor de éstas. Este signo cambia, sin embargo, al considerar la banca industrial y los restantes bancos (regionales, locales, comerciales y nacionales de tamaño medio).

(2) La banca ha recuperado la participación que tenía en el total a finales de 1977. A ello, ha contribuido la aceleración del ritmo de crecimiento de los depósitos a la vista relacionado con el aumento de la tasa de expansión bancaria.

Como consecuencia de todo lo anterior, las cajas de ahorro aumentaron en 1978, al igual que en los tres años precedentes, su participación en el total de depósitos. De acuerdo con lo expuesto, ello fue posible gracias al aumento de sus depósitos a la vista y de ahorro, mientras que en los depósitos a plazo perdieron posiciones, reduciéndose la participación de éstos en el total de depósitos del sistema a pesar de que el conjunto de los depósitos a plazo en la banca y las cajas aumentó su participación en el total de depósitos.

La pérdida de depósitos a plazo por parte de las cajas, permitió a la banca privada atenuar el descenso de su participación en el total. La banca, en los momentos en que la política monetaria adoptaba un carácter más restrictivo y a medida que disminuían el ritmo de avance los recursos procedentes de otras fuentes distintas que los depósitos (bonos, emisión de acciones, depósitos de las cajas en la banca y crédito del Banco de España), intentó mantener posiciones compitiendo, en forma notable, dentro del mercado de depósitos a un año, es decir, en aquel segmento del mercado en que podían proceder a un ajuste de sus posiciones mediante modificaciones de sus tipos pasivos. Esta ha sido desde luego una de las notas más importantes de los dos últimos años (1). Ya se ha señalado que, a pesar de ello, las cajas de ahorro aumentaron su participación en el total de depósitos a lo largo de 1978. Sin embargo, a diferencia de años anteriores, esa mejora de posiciones no fue continua. Así, durante la primera mitad del año la banca llegó a mejorar posiciones como consecuencia, por un lado, de la referida política de tipos y, por otro lado, del mayor ritmo de expansión del segundo trimestre. El ajuste del ritmo de expansión promovido por las autoridades en la segunda mitad del año incidió en mayor medida sobre la banca, con lo que las cajas recuperaron posiciones hasta el punto de mejorarlas para el conjunto del año. En el primer trimestre de 1979, de nuevo la banca ha avanzado a ritmos más fuertes.

Dentro de los **otros pasivos detentados por el sector privado** vamos a referirnos en primer lugar a aquéllos más cercanos a las disponibilidades líquidas: los efectos a pagar y los bonos de caja.

(1) Conviene, no obstante, resaltar que la incidencia de las elevaciones de tipos de interés de los depósitos a plazo sobre el coste medio de los recursos ajenos queda amortiguada por el peso de aquéllos en éstos. Así, en el caso de la banca, si, en el segundo semestre de 1977 la elevación media de los tipos a un año fue realmente de tres puntos, los de a más de dos años de dos puntos y los de los a plazo inferior a un año y de ahorro fue de un punto, el aumento del tipo medio de los depósitos totales habría sido de un punto y, aún teniendo en cuenta las subidas correspondientes de los tipos de los bonos de caja, del crédito del Banco de España y de los depósitos de las cajas, la del total de recursos ajenos no llegaría a tres cuartos de punto. En cuanto a los aumentos de medio punto registrados por los depósitos a plazo en el segundo semestre de 1978 y en el primer trimestre de 1979, su incidencia sobre el tipo medio de los depósitos no alcanza el cuarto de punto, en cada uno de esos periodos.

En el Informe de 1977 se puso de manifiesto el fuerte incremento registrado en dicho año por «el capítulo de **efectos y demás obligaciones a pagar** de la banca, cuyo principal componente lo constituyen cheques y talones emitidos por aquélla y todavía en circulación (un activo evidentemente líquido del público, que conceptualmente debería absorberse en las disponibilidades líquidas)», y cómo ese aumento extraordinario podía «reflejar un movimiento de ocultación de patrimonios frente a medidas fiscales». En 1978, el ritmo de crecimiento de dichas partidas experimentó un retorno a tasas próximas a las registradas, en promedio, con anterioridad a 1977 (1), que se situaban alrededor del 30 % (2). No obstante, las variaciones absolutas son ahora muy superiores a las de aquellos años, ya que el salto registrado en 1977 fue muy importante. La evolución de la serie parece no contradecir que la aceleración extraordinaria de 1977 (la cual puede cifrarse en torno a los 30 m.m.) estuviese relacionada con el impacto inicial de la aparición del impuesto sobre el patrimonio. Conviene resaltar, como se hizo en el Informe precedente, la magnitud alcanzada por dichas partidas, que llegan a «beneficiar» tanto a los que la detentan, por las razones de evasión fiscal antes expuestas, como a los librados de dichos efectos, que experimentan una liberación de reservas al no formar parte dichas partidas de los pasivos computables del coeficiente legal de caja.

En cuanto a los **bonos de caja** en poder del público, ya se ha señalado anteriormente que una serie de factores tales como el desplazamiento de las preferencias del público hacia posiciones a corto, la reducción de los diferenciales de interés con los tipos de los depósitos a un año y, en fin, la mayor utilización de los certificados de depósitos (ver epígrafe V.2.3.), promovieron una reducción de su tasa de crecimiento a partir de la segunda mitad de 1977 que ha acabado por traducirse en un estancamiento de las cifras en 1978, llegando incluso a caer en la primera parte de ese año. Como también se ha expuesto anteriormente, esto ha obligado a la banca industrial a competir más fuertemente en el mercado de depósitos a un año. Sin embargo, a pesar del avance registrado en este último, la participación de la banca industrial en la suma del total de depósitos del sistema bancario y de los bonos de caja en poder del público registró una reducción apreciable.

La captación de fondos mediante la **emisión de acciones** por parte de la banca privada: 26,8 m.m. en 1978, mostró el mismo tono de debilidad que

(1) En la banca industrial se registró durante 1978 una aceleración del crecimiento de dicha partida. Los «efectos a pagar» de las cajas, que no se muestran en los cuadros estadísticos, parecen haber registrado un estancamiento que contrasta con el crecimiento de los correspondientes a la banca privada.

(2) Con la excepción de 1975, año en que se observó un estancamiento de la serie.

en 1977. En concreto, la cifra media de recursos captados por dicha vía experimentó en esos dos años una caída próxima al 45 % respecto a la correspondiente al período 1973-76. Como se expuso en el Informe de 1977, este descenso se halla relacionado con la prolongada caída de las cotizaciones en bolsa que, en el caso de las acciones bancarias, se hizo especialmente notable a partir de la segunda mitad de 1976.

CUADRO VI-9

Evolución de los recursos de las entidades crediticias

Variación anual

m.m.

	1975	1976	1977	1978
1. Banco de España	121,1	136,6	245,8	169,7
Recursos propios	8,2	22,2	31,3	- 5,8
Recursos ajenos	112,9	114,4	214,5	175,5
<i>Efectivo en manos del público</i>	<i>77,3</i>	<i>90,8</i>	<i>162,4</i>	<i>168,8</i>
<i>Depósitos privados</i>	<i>6,8</i>	<i>3,3</i>	<i>1,0</i>	<i>6,6</i>
<i>Depósitos organismos públicos</i>	<i>- 5,8</i>	<i>10,5</i>	<i>38,2</i>	<i>- 3,9</i>
<i>D. E. G. asignados a créditos F. M. I.</i>	<i>34,6</i>	<i>9,8</i>	<i>12,9</i>	<i>4,0</i>
2. Banca comercial	544,4	682,6	818,7	851,1
Recursos propios (a)	62,8	60,2	37,2	50,8
Recursos ajenos	481,6	622,4	781,5	764,3
<i>Depósitos</i>	<i>426,6</i>	<i>514,4</i>	<i>580,9</i>	<i>726,4</i>
<i>Efectos a pagar</i>	<i>0,5</i>	<i>16,7</i>	<i>49,6</i>	<i>38,9</i>
<i>Pasivos exteriores netos</i>	<i>54,5</i>	<i>91,4</i>	<i>151,1</i>	<i>- 1,0</i>
3. Banca industrial	107,4	125,0	105,5	121,9
Recursos propios (a)	18,0	13,2	11,3	10,4
Recursos ajenos	89,4	111,8	94,2	111,5
<i>Depósitos</i>	<i>33,8</i>	<i>66,2</i>	<i>53,4</i>	<i>87,9</i>
<i>Efectos a pagar</i>	<i>1,6</i>	<i>1,8</i>	<i>3,8</i>	<i>10,3</i>
<i>Bonos en manos del público</i>	<i>43,4</i>	<i>34,3</i>	<i>18,8</i>	<i>1,7</i>
<i>Pasivos exteriores netos</i>	<i>10,6</i>	<i>9,5</i>	<i>18,2</i>	<i>11,6</i>
4. Cajas de ahorro	316,0	377,7	424,7	553,1
Recursos propios	12,8	16,5	18,6	49,8
Recursos ajenos	303,2	361,2	406,1	503,3
<i>Depósitos privados</i>	<i>286,7</i>	<i>380,0</i>		<i>486,7</i>
<i>Depósitos organismos públicos</i>	<i>8,5</i>	<i>19,8</i>	<i>14,6</i>	<i>2,7</i>
<i>Pasivos exteriores</i>	<i>8,0</i>	<i>9,7</i>	<i>11,5</i>	<i>13,9</i>
5. Entidades oficiales de crédito	100,3	127,4	175,9	184,9
Recursos propios	3,4	4,0	9,4	20,2
Recursos ajenos	96,9	123,4	166,5	164,7
<i>Dotaciones del Tesoro</i>	<i>97,4</i>	<i>115,0</i>	<i>147,4</i>	<i>149,9</i>
<i>Pasivos exteriores</i>	<i>- 0,5</i>	<i>8,4</i>	<i>19,1</i>	<i>14,8</i>
6. TOTAL GENERAL (1 a 5 = 7 + 8)	1.189,2	1.449,3	1.770,6	1.844,7
7. Recursos propios	105,2	116,1	107,8	125,0
8. Recursos ajenos	1.084,0	1.333,2	1.662,8	1.719,7

FUENTE: Banco de España.

(a) Incluye acciones en poder de otras entidades de crédito.

Las otras partidas englobadas bajo el epígrafe de **recursos propios**, esto es, las correspondientes a acumulación de reservas, una vez que se deducen las operaciones de regularización emprendidas al amparo de la Ley 50 de 14 de noviembre de 1977 referente a medidas urgentes de reforma fiscal, que importaron 8,6 m.m., y las promovidas por el Real Decreto 2219 de 25 de agosto de 1978 sobre regularización de balances de entidades bancarias, que importaron 13,7 m.m., mostraron en 1978 un incremento similar al de los tres años precedentes.

Prosiguiendo con la evolución de los recursos propios del sistema crediticio, la acumulación de reservas por parte de las cajas de ahorro continuó su línea de mejora, que se aprecia aún después de deducir el fuerte aumento debido a la regularización de activos (26,7 m.m.) que recoge la variación de 1978. En el caso del Banco de España, los recursos propios, que habían experimentado un fuerte aumento en 1977, llegaron a registrar un descenso en 1978. La variación de los recursos propios de las entidades de crédito oficial refleja en gran parte la mejora de resultados siguiente a la elevación de tipos que tuvo lugar en 1977 y, por otro lado, el impacto de las modificaciones del tipo de cambio sobre la valoración de sus pasivos en moneda extranjera.

En cuanto a los recursos allegados por el sistema crediticio desde el sector público hay que destacar la caída registrada por los depósitos de organismos, especialmente de los que éstos mantienen en el Banco de España. En el caso de las cajas de ahorro, el descenso experimentado sólo ha sido relativo, reduciéndose apreciablemente el ritmo de avance de los mismos. Las dotaciones del tesoro al Crédito Oficial experimentaron una reducción de su ritmo de avance desde 26,7 % en el período 1976-77, hasta 21,2 % en 1978.

Sometida a las restricciones impuestas en cada momento por las autoridades monetarias (normativa aplicada a los depósitos en pesetas convertibles, autorización de los préstamos en moneda extranjera, límites al endeudamiento exterior, etc.), la **financiación** de las entidades bancarias **con fondos procedentes del exterior**, dentro del marco creado por la fluidez de los mercados internacionales y por la ausencia de expectativas de depreciación de la peseta a corto plazo, respondió en gran medida a la evolución de las condiciones crediticias internas, evidenciando el comportamiento de una partida de ajuste. La financiación exterior de la banca privada discurrió, en 1978, por tres vías: los depósitos de ahorro del emigrante, los efectuados en pesetas convertibles por las personas no residentes en España y la captación de fondos en los mercados internacionales realizada al amparo de la circular 9-D E.

Desde luego, fueron los **depósitos de ahorro del emigrante** la partida que en menor medida se ha visto influida por los factores antes referidos. Así, su evolución siguió un ritmo relativamente regular, muy similar al de los años precedentes, en los que, una vez deducida la parte estacional y la tendencia, sólo registró movimientos sistemáticos de adelanto y retraso en la cercanía, de los grandes movimientos del tipo de cambio. Durante 1978, dichos depósitos registraron un aumento de 36,1 m.m., ligeramente superior al del año precedente, prosiguiendo la mejora de su participación en los recursos del sistema. La distribución entre banca y cajas de ahorro se mantuvo igual a la observada en 1977, año en el que la participación de la banca experimentó un aumento de dos puntos porcentuales.

CUADRO VI-10

Depósitos de ahorro del emigrante

Saldos a fin de periodo

m.m.

	Total	Banca	Cajas de Ahorro
1972.....	5,0	3,0	2,1
1973.....	14,0	8,7	5,3
1974.....	27,8	17,3	10,5
1975.....	47,4	28,9	18,5
1976.....	71,9	43,9	28,0
1977.....	104,9	65,7	39,2
1978.....	141,0	88,5	52,5

FUENTE: Banco de España.

Entre el 23 de julio de 1977 y el 21 de junio de 1978, período en el que la banca pudo remunerar libremente los **depósitos de pesetas A y B** efectuados por los no residentes sin, por otro lado, verse obligada a constituir depósitos obligatorios de cuantía equivalente al incremento diario de esas cuentas, aquellos jugaron un papel apreciable como partida de ajuste,

CUADRO VI-11

Pasivos exteriores netos de la banca privada

m.m.

	Variación neta				Saldos a 31-XII-78
	1975	1976	1977	1978	
1. PASIVO NETO TOTAL (2-3).....	65,1	100,9	169,3	10,6	471,2
Pasivo neto en moneda extranjera	57,9	83,0	135,4	- 16,6	348,0
Pasivo neto en pesetas.....	7,2	17,9	33,9	27,2	123,2
2. Total pasivo.....	88,7	155,9	291,3	146,6	978,0
En moneda extranjera	81,8	137,9	256,0	119,3	849,9
En pesetas.....	6,9	18,0	35,3	27,3	128,1
Ordinarias.....	0,1	0,1	0,7	0,2	1,9
Pesetas A.....	- 1,5	2,9	8,0	6,6	28,6
Pesetas B.....	- 3,3	—	4,8	- 2,3	9,1
Ahorro del emigrante	11,6	14,9	21,9	22,8	88,5
3. Total activos	23,6	55,0	122,0	136,0	506,9
En moneda extranjera	23,9	54,9	120,6	135,9	501,9
En pesetas.....	- 0,3	0,1	1,4	0,1	1,9

FUENTE: Banco de España.

respondiendo sus movimientos, en gran medida y con rapidez, a la evolución de los mercados monetarios y crediticios internos. Así, tras las medidas de liberalización de julio de 1977, dichas cuentas registraron un rápido aumento durante los tres meses siguientes (14,3 m.m.), en el que las tensiones monetarias alcanzaron las cotas más elevadas del año. Tras el ajuste instrumentado en el ritmo de expansión bancaria y la reducción consiguiente de las tensiones del mercado monetario, se inició un período de descenso del nivel de los depósitos en pesetas convertibles que se extendió hasta el final del primer cuatrimestre de 1978, período este último, en el que la atonía de la demanda de crédito y la actuación expansiva del Banco de España distendieron notablemente la actividad del mercado monetario. La aceleración del ritmo de expansión bancaria y el rebrote de las tensiones en los mercados monetarios y crediticios impulsaron al alza los referidos depósitos, registrándose un aumento de 15,3 m.m. en los meses de mayo y junio.

Con el fin de preservar la independencia de la política monetaria, cuyo carácter restrictivo contrastaba con la fluidez reinante en los mercados financieros internacionales, y dentro de las medidas adoptadas al respecto después de la primera mitad de 1978, las autoridades procedieron a restablecer en el mes de junio la prohibición del pago de intereses y el depósito obligatorio no remunerado por una cuantía igual al incremento de las cuentas. Desde esas fechas los depósitos en pesetas A y B fueron disminuyendo, hasta cerrar el año con un incremento de tan sólo 4,3 m.m.

El **pasivo exterior neto** de la banca en moneda extranjera registró un comportamiento muy similar al manifestado por los depósitos en pesetas de los no residentes durante el período en que no se impusieron trabas a sus movimientos. Así, tras la depreciación de la peseta en julio de 1977, que fue acompañada de la liberalización de los tipos a más de un año y de la adopción de una política monetaria de carácter más restrictivo, las diferencias entre las condiciones de los mercados financieros externos e internos aceleraron el ritmo de crecimiento de los créditos a residentes financiados con fondos captados en el exterior. Una vez corregido de los efectos de valoración derivados de las modificaciones del tipo de cambio y de algún otro defecto estadístico (1), los fondos netos obtenidos en el

(1) Todas las cuentas en moneda extranjera del balance de la banca se valoran en pesetas a los cambios de compra del último día del mes. En consecuencia, las variaciones de los saldos recogen el efecto de la modificación del tipo de cambio. Aún cuando a otros efectos (p. ej. la determinación de los compromisos en pesetas contraídos con el exterior) la valoración a cambios corrientes es más relevante, para el análisis que aquí se realiza conviene corregir aquellos efectos de valoración contable. En este sentido hay que tener en cuenta que la variación mostrada en el cuadro VI-11, obtenida directamente de los balances de la banca, se estima inflada en 23 m.m. durante 1977 y disminuida en 50 m.m. durante 1978. Por otra parte, la posición exterior neta de la banca que figura en el Boletín Estadístico, y en el cuadro VI-11, incluye cifras de crédito a no residentes que conviene deducir (el incremento de éstos, corregido de defectos de valoración, fue de unos 12 m.m. en 1977 y 10 m.m. en 1978).

exterior para financiar crédito en moneda extranjera a residentes españoles registraron un incremento en torno a 92 m.m. durante el segundo semestre de 1977. La distensión de los mercados monetarios y crediticios durante la primera parte de 1978 contribuyó a reducir aquel recurso al exterior en unos 13,5 m.m., mientras que en la segunda mitad del año, al recrudecerse las tensiones monetarias y crediticias, se registró de nuevo un importante aumento del crédito en moneda extranjera a los residentes españoles (37,2 m.m.). A pesar de que las tensiones internas fueron entonces superiores a las manifestadas en el segundo semestre de 1977, el flujo neto fue menor como consecuencia, quizás, de la actitud más restrictiva adoptada por las autoridades en la autorización de créditos financieros. Durante el primer trimestre de 1979, coincidiendo con la aceleración de la tasa de avance del crédito al sector privado, el concedido en moneda extranjera ha continuado creciendo a un ritmo similar al del semestre precedente.

CUADRO VI-12

Banca privada. Pasivo Exterior Bruto (a)

Detalle por plazos

m.m.

	Variación				Saldos a 31-XII-78
	1975	1976	1977	1978	
Bancos y Banqueros Extranjeros	59,9	95,1	176,5	81,7	574,7
A la vista (cuentas mutuas).....	6,7	5,7	15,3	15,8	63,6
Hasta 90 días.....	-2,5	52,8	75,1	14,2	244,6
Hasta 18 meses.....	49,1	27,5	84,7	48,9	240,1
Hasta 3 años.....	3,3	5,5	0,9	2,9	14,3
A mayor plazo.....	3,0	3,4	-0,2	-0,5	11,1
Sin vencimiento.....	0,2	0,1	0,2	0,4	1,0
Otros Acreedores	19,5	60,8	97,5	59,2	363,7
A la vista	2,1	9,0	9,2	5,3	46,5
De ahorro.....	11,4	14,7	22,2	22,9	88,8
Hasta 6 meses.....	0,6	10,8	22,0	27,3	78,7
Hasta 2 años.....	5,3	20,4	38,8	3,3	130,0
Hasta 3 años.....	-0,4	0,2	3,3	1,9	8,5
A mayor plazo.....	0,5	5,7	2,0	-1,5	11,2

FUENTE: Banco de España.

(a) Pesetas y moneda extranjera.

En cuanto a la distribución por plazos de los pasivos exteriores de la banca, puede apreciarse que continúa la disminución del plazo medio al que se obtienen los recursos, siguiendo la tónica iniciada en 1976.

Conviene finalmente reseñar, entre las modificaciones introducidas por la circulas 9-D.E. a comienzos de 1979, la ampliación de la capacidad de financiación exterior de la banca privada, elevando el límite autorizado para el pasivo en moneda extranjera hasta el triple del capital desembolsado.

Los pasivos exteriores de las entidades oficiales de crédito, aún cuando a ritmos más moderados que en 1977, registraron un fuerte aumento, superior al de las restantes entidades bancarias.

La reducción del flujo de fondos procedentes del exterior contribuyó a ampliar, en 1978, la diferencia entre el ritmo de expansión de los recursos captados por la banca desde los «sectores finales» y los obtenidos por las cajas de ahorro y las entidades oficiales de crédito. Así, entre las instituciones del sistema crediticio, sólo el Banco de España registró un ritmo de avance, en la captación de dichos recursos, inferior al de la banca privada.

Resumiendo la evolución de los recursos captados por las entidades crediticias (ver Cuadro VI-13), debe señalarse que, pese a la aceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas, medidas en saldos de final de

CUADRO VI-13

Evolución de los recursos de las entidades crediticias

Tasas de variación anual

Porcentajes

	1975	1976	1977	1978
BANCO DE ESPAÑA	21,3	19,9	29,8	15,8
Recursos propios	14,6	34,4	36,1	- 4,9
Recursos ajenos	22,1	18,3	29,1	18,4
BANCA COMERCIAL	19,1	20,1	20,1	16,9
Recursos propios	31,2	22,8	11,5	17,6
Recursos ajenos	18,2	19,9	20,9	16,8
BANCA INDUSTRIAL	26,8	24,6	16,6	16,6
Recursos propios	29,4	16,5	12,2	10,8
Recursos ajenos	26,3	26,1	17,4	17,6
CAJAS DE AHORRO	22,7	22,1	20,4	22,0
Recursos propios	18,1	19,9	18,6	41,9
Recursos ajenos	23,0	22,3	20,5	21,0
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO	26,9	26,9	29,3	23,8
Recursos propios	49,3	38,8	65,7	85,2
Recursos ajenos	26,4	26,6	28,4	21,8
TOTAL GENERAL	21,3	21,4	21,6	18,6
Recursos propios	26,5	23,1	17,5	19,2
Recursos ajenos	20,9	21,3	21,9	18,5

FUENTE: Banco de España.

(a) Véanse los conceptos del cuadro VI-9 y las notas al mismo.

diciembre, la caída del ritmo de avance de las restantes partidas consideradas en este apartado (bonos de caja, efectos a pagar, emisión de acciones, depósitos de organismos, dotaciones del Tesoro al crédito oficial y pasivos exteriores), con la única excepción de las reservas, condujo a una reducción de dos a tres puntos porcentuales en el ritmo de expansión del total de recursos captados por el sistema crediticio.

Como consecuencia del avance registrado en las cuentas de reservas, los recursos propios del sistema, incluyendo las regularizaciones, crecieron a un ritmo (19,2 %) superior a los recursos totales (18,6 %), aumentando su participación en los mismos. Los recursos ajenos crecieron a una tasa (18,5 %) ligeramente inferior al total, mostrando una importante desaceleración que fue especialmente notable en el caso de los pasivos exteriores.

Por instituciones, las cajas de ahorro y las entidades oficiales de crédito registraron un aumento de su participación en los recursos del sistema, tanto ajenos como propios, mientras que la banca privada y el Banco de España mostraron un retroceso.

1.2. Traspases de recursos entre entidades crediticias

Como puede deducirse de los cuadros VI-14 y VI-15, los movimientos netos de fondos entre instituciones crediticias contribuyeron a modificar, en 1978, como en otras ocasiones, las diferencias entre los ritmos de avance de los recursos disponibles por los distintos grupos de entidades para su colocación en activos sobre los «sectores finales».

CUADRO VI-14

Traspases netos de recursos entre entidades: Resumen (a)

m.m.

	Traspases no identificados	Banco de España	Banca			Cajas de ahorro	Entidades oficiales de crédito
			Total	Comercial	Industrial		
1975.....	- 3,4	6,7	76,7	65,3	11,4	- 60,0	- 26,8
1976.....	- 4,3	- 176,0	201,2	182,3	19,0	- 17,5	- 12,0
1977.....	- 11,7	41,5	59,8	1,0	58,8	- 87,5	- 25,5
1978.....	- 15,5	255,8	- 194,3	- 173,7	- 20,6	- 45,2	- 31,8

FUENTE: Cuadro VI-15, integrado por columnas.

(a) Signo + : recursos netos recibidos; Signo - : recursos netos cedidos.

Trasvases netos de recursos entre entidades crediticias

m.m.

	DE A	Banco de España	Banca comercial	Banca industrial	Cajas de ahorro	Entidades oficiales de crédito
1975	Banco de España	—	- 11,7	0,8	11,7	- 0,2
1976		—	- 138,9	- 31,7	10,8	- 11,4
1977		—	8,9	11,7	9,7	2,4
1978		—	185,9	8,8	65,7	- 8,4
1975	Banca privada (a)	6,5	- 1,4	7,2	52,9	21,8
1976		173,9	- 22,1	19,2	10,7	18,4
1977		- 28,9	49,7	- 52,9	70,5	21,5
1978		- 194,0	13,7	16,6	- 24,1	43,3
1975	Cajas de ahorro	- 12,3	- 29,5	- 19,6	—	5,2
1976		- 9,6	- 2,1	- 6,5	—	5,0
1977		- 10,0	- 38,9	17,1	—	4,4
1978		- 68,5	13,6	- 3,4	—	- 3,1
1975	Entidades oficiales de crédito	- 0,9	- 22,7	0,2	- 4,6	—
1976		11,7	- 19,1	—	- 4,0	—
1977		- 2,6	- 20,7	0,4	4,0	—
1978		6,7	- 39,5	- 1,4	3,6	—

FUENTE: Banco de España.

(a) Comercial e industrial. No se presentan separadamente en las filas de la matriz por falta de información suficiente en los balances a las demás entidades financieras.

El fuerte superávit de la balanza de pagos, el aumento del recurso monetario del sector público y, en fin, la desaceleración del crecimiento de las disponibilidades líquidas perseguida por autoridades, obligaron al Banco de España a detraer recursos del sistema bancario, según se muestra en el cuadro VI-14, por una cuantía neta de 255,8 m.m. A esta cifra habría que sumar, además, los 63,9 m.m. de cédulas adquiridas por las entidades bancarias al Banco de España (26,8 m.m. los bancos privados y 37,1 m.m. las cajas de ahorro) con motivo del cambio del sistema de cómputo del coeficiente de inversión que tuvo lugar en el mes de septiembre. Este último movimiento no aparece dentro de los cuadros VI-14 y VI-15, ya que, de acuerdo con el criterio seguido en el Informe de 1977, dicha operación ha sido incluida entre las realizadas con sectores finales de la economía.

Del cuadro VI-15 se deduce que la contribución de las cajas de ahorro a aquellos 255,8 m.m. (27 %) fue inferior a su participación en los recursos, bien sean ajenos o bien totales del sistema bancario. Si, por otro lado, las entidades oficiales de crédito aparecen recibiendo fondos del

Banco de España, tanto por aumento de los créditos concedidos por este como por reducción de sus depósitos en el mismo, resulta que, dentro del conjunto de operaciones incluidas en los cuadros VI-14 y VI-15, la banca privada soportó un peso superior a su participación en los recursos del sistema. Sin embargo, cuando a dichas operaciones se suma la relacionada con la modificación del coeficiente de inversión, la contribución de las cajas (33 %) es superior a su participación en los recursos totales del sistema.

Dentro de la banca privada, fue la banca comercial la que sufrió en mayor medida el impacto del conjunto de operaciones realizadas por el Banco de España en 1978. No obstante, si se tiene en cuenta que el trasvase neto de fondos de la banca industrial al Banco de España fue en 1977 relativamente muy superior al de la banca comercial, y si se considera el conjunto de ambos años, el impacto se halla distribuido entonces de forma bastante proporcional.

CUADRO VI-16

Límites de crédito del Banco de España

Variaciones

m.m.

	Banca comercial				Banca industrial			
	1975	1976	1977	1978	1975	1976	1977	1978
Pignoración de fondos públicos.....	-2,8	-3,1	-9,7	2,6	-0,2	-0,9	0,3	0,4
Redescuento ordinario.....	3,9	21,2	6,7	-13,2	8,1	9,6	10,6	-0,2
Redescuento especial (a).....	-3,5	-5,8	-5,3	-4,4	-3,2	-3,1	-3,7	-2,2
Pagarés S.N.P.A. y pólizas E.O.C.	—	—	—	—	—	—	—	—
Créditos regulación mercado monetario.	0,6	129,8	-41,9	-89,1	3,4	-36,8	-20,3	-11,1
Otros créditos.....	12,2	-1,6	31,4	12,7	1,0	-0,3	-0,1	1,2
Créditos al Banco Exterior.....	—	-7,1	25,0	2,0	—	—	—	—
Resto	12,2	5,5	6,4	10,7	1,0	-0,3	-0,1	1,2
TOTAL	10,4	140,5	-18,8	-91,4	9,1	42,1	-13,2	-11,9

FUENTE: Banco de España.

(a) Redescontado y en cartera, según balances de la banca.

Como se ha expuesto en el capítulo V, para llevar a cabo las operaciones compensatorias de la evolución de los factores autónomos el Banco de España utilizó una gama muy amplia de instrumentos: reducción del volumen de créditos de regulación monetaria y de los límites de redescuento

ordinario (ver cuadro VI-16) (1), elevación del coeficiente de caja (2), colocación de bonos del tesoro, bien mediante operaciones concertadas o bien libremente a los tipos anunciados por el Banco, y modificación del sistema de cómputo del coeficiente de inversión. La incidencia de cada una de estas medidas sobre las instituciones del sistema fue, como se comprenderá, desigual, ya que, por ejemplo, las reducciones del crédito concedido por el Banco de España tenían que afectar en mayor medida a la banca, mientras que la elevación de coeficientes fue superior en el caso de las Cajas y, en cuanto a las operaciones con bonos del Tesoro, los efectos distributivos habían de ser distintos en el caso de las concertadas y en el de las libremente emprendidas. Así pues, el efecto global relativamente equilibrado de las operaciones del Banco en 1978 fue el resultado de un juego de compensaciones perseguido, en general, de un modo consciente para evitar distorsiones en la distribución de recursos, para lo que fue necesario recurrir a distintas clases de instrumentos. Ese juego de compensaciones resultó difícil y hubo de seguir, a veces, una marcha irregular en el tiempo, exigiendo en algunos momentos medidas de signo contrario tales como la liberación del carácter de pasivos computables llevada a cabo en el mes de diciembre, para los bonos de caja de los bancos industriales.

Con todo, si se tiene en cuenta que las acciones del Banco de España debieron influir sobre los movimientos de fondos efectuados entre las instituciones bancarias, la incidencia final de aquel conjunto de medidas resultó desigual por las características y situaciones de partida muy distintas de los diferentes grupos de entidades, y por el propio carácter de las medidas que en mayor cuantía incidían sobre unas u otras.

Así, en el caso del aumento en 25,5 m.m. de los activos líquidos retenidos de las cajas de ahorro, que tuvo lugar en 1978 como resultado del proceso de igualación de los coeficientes legales de caja emprendido en agosto de 1977, la incidencia de dicha medida era conocida con antelación suficiente y su desarrollo coincidía, por otro lado, con la reducción del coeficiente de inversión obligatoria. En consecuencia, como se apuntaba en el Informe de 1977, las cajas de ahorro pudieron realizar provisiones para los incrementos futuros del coeficiente de caja, mediante la coloca-

(1) Junto a las cifras que figuran en el cuadro VI-16 hay que considerar la caída (12,5 m.m.) del crédito concedido a las cajas de ahorro, que tuvo lugar básicamente a través de la reducción (14,9 m.m.) de los créditos de regulación obtenidos por aquellas.

(2) Por un lado, prosiguió la elevación, iniciada en agosto de 1977, del coeficiente de las cajas de ahorro hasta igualarlo al de la banca en el mes de octubre de 1978 y, por otro lado, tras un aumento transitorio de 0,5 puntos en el mes de junio de este año, el coeficiente de caja de todas las entidades quedó incrementado, durante el mes de julio, en 0,25 puntos porcentuales (ver epígrafe V-3).

ción transitoria de fondos desbloqueados por la reducción de los coeficientes de inversión. En este sentido, desde mediados de 1977 hasta marzo de 1978, se registró un importante aumento de los depósitos de las Cajas en la banca, llegando a situarse el porcentaje de éstos, respecto a los depósitos totales en niveles anormalmente altos: 8,4 % en diciembre de 1977 y 9,0 % en marzo de 1978. De este modo, las cajas de ahorro pudieron posteriormente hacer frente a las elevaciones programadas del coeficiente legal mediante una reducción de los depósitos mantenidos en la banca privada. La existencia de esta segunda línea de liquidez les permitió, asimismo, afrontar las medidas adicionales adoptadas por el Banco de España en la segunda mitad del año, con nuevas reducciones de la tesorería mantenida en la banca. De este modo, las cajas de ahorro pudieron trasladar a la banca parte del impacto de las medidas de drenaje emprendidas por el Banco de España, atenuando su incidencia sobre las operaciones de crédito a sectores finales. En definitiva, las cajas de ahorro, que tradicionalmente aparecen cediendo fondos a la banca privada, llegaron a distraer de la misma, en 1978, una importante cantidad especialmente localizada en la banca comercial, ya que la industrial aparece recibiendo fondos como consecuencia de la adquisición de bonos por parte de las cajas de ahorro compensada, en parte, por la reducción de los depósitos. En el primer trimestre de 1979 las cajas de ahorro han amortiguado parte de la incidencia de las nuevas acciones compensatorias del Banco de España (1) y de la pérdida, por otro lado, de posiciones registradas en el mercado de depósitos privados, mediante nuevas reducciones de sus depósitos en la banca.

En cuanto a los movimientos de fondos entre la banca industrial y la comercial, también se vieron influidos por las acciones compensatorias de la evolución de los factores autónomos emprendidas por el Banco de España. Hasta el mes de mayo, la banca comercial recibió fondos de la industrial, por una cuantía situada en torno a los 13 m.m.; pero, a partir de junio, conforme el Banco de España fue acentuando sus operaciones de drenaje, la banca industrial fue reduciendo el volumen de fondos cedidos a la banca comercial. Así, desde mayo a noviembre, se registró un descenso situado en torno a los 20. m.m. Finalmente, tras la liberación de activos líquidos relacionada con la exclusión de los bonos de caja de entre los pasivos computables a efectos del coeficiente legal, los fondos cedidos a la banca comercial registraron en diciembre un aumento de 23 m.m.; de este modo, se cerró el año con la cifra positiva que muestra el cuadro VI-15.

(1) Ver epígrafe V-4.

Los movimientos financieros entre bancos y entidades oficiales de crédito se saldaron con un importante trasvase de fondos a favor de los primeros (1). Este trasvase viene explicado fundamentalmente por las dotaciones del ICO al Banco Exterior de España para financiar crédito especial a la exportación en exceso del coeficiente legal de inversión de esa entidad; los depósitos de las EOC en la banca crecieron también, aunque su orden de magnitud fue modesto. Las entidades oficiales de crédito disminuyeron, por otro lado, los fondos cedidos a las cajas de ahorro, como consecuencia de una importante reducción de los depósitos en las mismas y de la adquisición por estas de cédulas hipotecarias parcialmente compensadas en forma de financiación de créditos de mediación.

1.3. Inversiones de las entidades de crédito

En cuanto a la distribución entre las entidades crediticias de los fondos disponibles para su colocación en activos frente a los sectores finales, las consecuencias más importantes de los trasvases descritos en el epígrafe anterior fueron el aumento, por un lado, de la participación del Banco de España en el volumen de fondos intermediados y la ampliación, por otro, de las diferencias entre las tasas de expansión crediticia de la banca y las cajas de ahorro.

Los recursos captados por el Banco de España desde entidades ajenas al sistema crediticio (ver cuadro VI-13) crecieron, en 1978, un 19,8 %, mientras que la adquisición por el Banco de activos sobre dichos sectores finales lo hizo en un 43,2 % (ver cuadro VI-18). Si, por otra parte, se tiene en cuenta que la tasa de incremento del total de fondos intermediados fue 18,6 %, se deduce que el Banco de España, como consecuencia de su actuación compensatoria del comportamiento de los factores autónomos, aumentó notablemente su participación en los recursos canalizados hacia los sectores finales a pesar de haber visto reducida su participación en el total de recursos captados desde esos mismos sectores.

La comparación de los cuadros V-13 y VI-18 permite constatar que, de acuerdo con lo expuesto en el epígrafe anterior, la tasa de incremento de los activos de las cajas de ahorro frente a los sectores público y privado (21,4 %) fue sólo ligeramente inferior a la de los recursos captados por las

(1) Conviene recordar que, como en anteriores informes, las adquisiciones de cédulas para inversión por parte de la banca privada y las Cajas se trata en este capítulo como una adquisición de activos frente al sector público.

Entidades de crédito. Colocación de nuevos fondos

Variaciones netas

m.m.

	1975	1976	1977	1978
BANCO DE ESPAÑA	101,7	- 36,3	293,3	396,0
Reservas centrales	- 8,1	- 31,2	158,5	281,9
Sector público	110,0	- 5,9	134,0	117,1
Crédito	96,3	- 14,6	33,8	172,9
Fondos públicos	13,2	8,4	99,9	- 55,9
Activo real	0,5	0,3	0,3	0,1
Sector privado (créditos)	- 0,2	0,8	0,8	- 3,0
BANCA COMERCIAL	586,7	820,4	813,7	656,7
Sector público (a)	47,1	68,1	21,3	122,5
Sector privado	544,6	680,9	785,3	528,7
Créditos	490,4	623,7	743,7	451,7
Valores	33,0	29,3	17,8	32,4
Activo real	21,2	27,9	23,8	44,6
Bancos y banqueros (cuentas mutuas)	- 5,0	71,4	7,1	5,5
BANCA INDUSTRIAL	115,6	143,3	166,1	114,4
Sector público (a)	7,1	12,1	17,0	20,3
Sector privado	109,6	130,7	142,8	78,5
Créditos	85,9	103,5	125,8	54,1
Valores	18,1	21,3	13,5	16,9
Activo real	5,6	5,9	3,5	7,5
Bancos y banqueros (cuentas mutuas)	- 1,1	0,5	6,3	15,6
CAJAS DE AHORRO	251,6	363,6	326,8	462,0
Sector público (a)	8,8	66,2	- 15,9	65,4
Créditos	0,3	0,3	1,0	1,6
Fondos públicos	8,5	65,9	- 16,9	63,8
Sector privado	242,8	297,4	342,7	396,6
Créditos	138,6	188,7	226,6	278,6
Valores	87,0	101,3	103,8	70,3
Activo real	17,2	7,4	12,3	47,7
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO	72,8	115,1	156,6	151,6
Sector público	19,1	30,2	49,4	39,6
Créditos	13,5	30,0	49,2	39,5
Activo real	0,6	0,2	0,2	0,1
Sector privado: créditos (b)	54,5	83,1	104,5	109,5
Otros deudores	- 0,8	1,8	2,7	2,5
TOTAL DE COLOCACIONES	1.128,4	1.405,8	1.756,5	1.780,7
Partidas no clasificadas	61,2	43,1	14,9	77,7
TOTAL DE FONDOS DISPONIBLES	1.189,6	1.448,9	1.771,4	1.858,4

FUENTE: Banco de España.

(a) No se incluyen los Bonos del Tesoro, que aparecen como trasvase de fondos entre entidades crediticias en el Cuadro VI-17.

(b) Dispuesto y deudores, excluidos los créditos de mediación via banca y cajas de ahorro.

Entidades de crédito. Colocación de nuevos fondos

Tasas de crecimiento

	1975	1976	1977	1978
BANCO DE ESPAÑA	16,7	- 5,4	46,3	43,2
Reservas centrales.....	- 2,4	- 9,1	50,7	59,9
Sector público	47,4	- 1,8	42,0	25,8
BANCA COMERCIAL	20,5	23,8	19,1	12,9
Sector público	13,1	16,7	4,5	24,7
Sector privado	22,6	23,1	21,6	12,0
Créditos	21,9	22,9	22,2	11,0
Valores	30,8	20,9	10,5	17,3
BANCA INDUSTRIAL	25,0	24,8	23,0	12,9
Sector público	112,7	91,0	66,4	47,6
Sector privado	25,1	23,9	21,1	9,6
Créditos	22,3	21,9	21,9	7,7
Valores	40,7	33,9	16,0	17,3
CAJAS DE AHORRO	20,6	24,7	17,8	21,4
Sector público	5,0	36,1	- 6,4	27,9
Sector privado	23,3	23,1	21,6	20,6
Créditos	22,0	24,5	23,7	23,5
Valores	25,4	23,6	19,6	11,1
ENTIDADES OFICIALES DE CREDITO	13,4	18,7	21,4	17,1
Sector público	19,4	26,0	33,6	20,1
Sector privado: créditos (a).....	12,6	17,1	18,4	16,3
TOTAL DE COLOCACIONES	19,8	20,8	21,5	17,9
TOTAL DE FONDOS DISPONIBLES	21,3	21,4	21,6	18,6

FUENTE: Banco de España.

(a) Dispuesto y deudores, excluidos los créditos de mediación vía banca y cajas de ahorro.

mismas desde entidades ajenas al sistema crediticio (22,0 %), mientras que en el caso de la banca privada la diferencia fue notablemente superior (12,9 % frente a 16,9 %) (a). Así pues, la redistribución de fondos entre las entidades crediticias contribuyó a ampliar la diferencia entre las tasas de crecimiento de las inversiones realizadas, sobre los sectores público y privado, por las cajas de ahorro y la banca privada. Y ello a pesar del importante trasvase de fondos efectuado por las entidades oficiales de crédito a favor del Banco Exterior de España para financiar crédito a la exportación. Precisamente, las diferencias entre las tasas de expansión de las E. O. C. que figuran en los cuadros VI-13 y VI-18 se explican fundamentalmente por la labor de mediación realizada por bancos y cajas, ya que, como se expuso en anteriores Informes, dentro del cuadro VI-17 esos

(a) Como puede apreciarse en los cuadros VI-13 y VI-18 las tasas de expansión de la banca comercial e industrial fueron semejantes en 1978, retrocediendo la participación de ambos en el conjunto del sistema. Esta situación contrasta con la de 1977, año en el que la banca industrial, a pesar de su notable retroceso en la captación de recursos desde los sectores finales, logró aumentar, gracias a los movimientos de fondos intrasistema, su participación en la colocación de fondos sobre aquellos sectores. Y, desde luego, el contraste es aún más fuerte en relación con años anteriores en los que la banca industrial gozaba de privilegios que ha ido perdiendo como resultado del proceso de equiparación legal de las diversas entidades bancarias.

créditos se imputan a las respectivas entidades mediadoras por ser ellas quienes los gestionan asumiendo el riesgo correspondiente.

Las diferencias en la especialización de los distintos grupos de entidades y en el nivel y estructura de los coeficientes de inversión a que se hallan sujetas, explican que cambios en la distribución de los recursos disponibles tales como los anteriormente descritos, incidieran finalmente sobre la asignación de fondos por sectores y su forma de instrumentación. Las variaciones de los coeficientes legales de inversión contribuyeron también, por otro lado, a modificar la referida distribución por sectores e instrumentos.

Como ya se ha expuesto en el capítulo III, para evitar una apreciación excesiva de la peseta, el Banco de España tuvo que adquirir en 1978 un volumen muy importante de activos exteriores y el Tesoro hubo de reducir su apelación a los mercados financieros internacionales por debajo de las cifras inicialmente previstas e incluso adelantar la amortización de algunos empréstitos exteriores. Esta actuación del Tesoro, dirigida a atenuar la acumulación de reservas exteriores, supuso un incremento muy notable de los créditos del Banco de España al sector público (de los 172,9 m.m. que figuran en el cuadro VI-17, puede considerarse que 110,8 m.m. son resultado de dichas operaciones). Una parte relevante (25,3 m.m.) de ese aumento de 172,9 m.m. se debió a la concesión de créditos a los organismos agrícolas (24,0 m.m. al FORPPA y 1,3 m.m. a la CGAT), imputándose el resto a la Administración Central. Junto a esos incrementos genuinos de la financiación al sector público, se incluye en el cuadro VI-17 la reducción de la cartera de fondos públicos del Banco, relacionada con el cambio de cómputo del coeficiente de inversión (63,9 m.m.), parcialmente compensada por la compra a las cajas de ahorro en el mes de enero, de obligaciones INI (12,8 m.m.) para completar una operación iniciada en noviembre de 1977 (1) con el fin de facilitar la absorción, por esas entidades, de un volumen importante de obligaciones privadas pendientes de colocación (2). Estas operaciones con fondos públicos, como ya se ha insistido, pueden recibir la consideración de movimientos intrasistema, correspondiendo a las variaciones de la cartera del Banco de España otras de signo contrario en las de la banca y las cajas.

Dados los objetivos de crecimiento de las disponibilidades líquidas, el aumento de las reservas exteriores y del recurso monetario del sector público forzó una reducción de la financiación neta concedida por el Banco de España al sistema bancario, contribuyendo con ello a situar la

(1) En el caso de la adquisición por el Banco de España de obligaciones INI en poder de las cajas, al no mediar ninguna modificación del coeficiente, éstas estaban obligadas a adquirir a continuación nuevos títulos computables por igual cuantía.

(2) Ver Informe anual de 1977, pág. 294.

Cobertura de los coeficientes de inversión (a)

Posición a fin de año

m.m.

	1975	1976	1977	1978
BANCA COMERCIAL (b) (c):				
Pasivos computables en el coeficiente de inversión	2.736,1	3.231,4	3.801,6	4.498,4
Inversión obligatoria total	626,7	801,4	931,8	1.067,5
Mínimo de fondos públicos	344,3	404,9	447,5	563,9
Resto	282,4	396,5	484,3	503,6
Del que: financiación de exportaciones	—	—	150,1	178,5
Cobertura	632,0	800,7	928,5	1.069,9
Del coeficiente de fondos públicos	345,6	415,0	446,2	563,6
Fondos públicos	337,4	400,5	440,5	559,5
Otros activos computables como fondos públicos	7,5	5,5	4,4	4,0
Consignaciones en la Caja General de Depósitos	0,7	9,0	1,2	0,1
Otros efectos especiales	286,4	385,7	482,3	506,3
Redescontables	25,8	20,3	15,3	11,1
No redescontables	260,6	365,4	467,0	495,2
BANCA INDUSTRIAL (c):				
Pasivos computables en el coeficiente de inversión	458,1	565,2	644,3	768,4
Inversión obligatoria total	48,1	73,5	99,9	138,3
Mínimo a invertir en fondos públicos	9,2	22,6	38,7	61,5
Resto	38,9	50,9	61,2	76,8
Del que: financiación de exportaciones	—	—	19,3	23,1
Cobertura	51,2	76,0	102,1	134,4
Fondos públicos	9,8	23,1	39,9	59,8
Efectos y créditos especiales	41,4	52,9	62,3	74,6
Redescontables	14,4	11,2	7,5	5,2
No redescontables	27,0	41,7	54,8	69,3
CAJAS DE AHORRO (d) (e):				
Pasivos computables	1.469,4	1.785,2	2.155,3	2.593,3
Inversión obligatoria por coeficiente de fondos públicos	587,3	758,7	846,1	985,4
Cobertura	613,4	770,5	860,4	992,1
Fondos públicos	175,8	241,9	225,9	290,8
Obligaciones I.N.I.	119,3	133,3	125,6	131,0
Cédulas para inversión (f)	—	44,1	27,0	77,3
Otros fondos públicos	56,5	64,5	73,3	82,5
Valores de renta fija	414,1	505,8	612,1	680,0
Obligaciones privadas	388,2	480,0	586,3	656,4
Certificados C.E.C.A.	25,9	25,8	25,4	23,6
Valores de renta variable	22,6	21,9	21,9	20,4
Otros activos computables	0,9	0,9	0,9	0,9
Inversión obligatoria por coeficiente de crédito	411,4	464,1	474,1	492,7
Cobertura (créditos computables)	420,4	483,0	513,2	560,8

FUENTE: Banco de España.

- (a) En este cuadro se presentan las obligaciones efectivas impuestas por los coeficientes de inversión en la última fecha del año. La inversión obligatoria (filas 2 y 4) se calcula aplicando los tipos legales, no al pasivo computable de diciembre, sino al de la fecha que, dados los diferentes plazos concedidos para proceder a su cobertura, debe estar satisfecha a fin de diciembre: éste es el pasivo que figura en el cuadro (fila 1). Las inversiones efectivas (cobertura, filas 3 y 5) son las efectuadas a fin de diciembre.
- (b) Incluido el Banco Exterior de España, cuya inversión obligatoria se ha calculado con su propio coeficiente.
- (c) Los pasivos computables son los correspondientes a noviembre.
- (d) En 1974 y 1975 los pasivos computables son los de noviembre por ser el plazo de cumplimiento de un mes; en 1976 y 1977, son los de octubre, por alargamiento de plazo.
- (e) No incluye la Confederación Española de Cajas de Ahorro.
- (f) Compradas a partir de marzo de 1976.

tasa de incremento de las inversiones de éste en un nivel inferior al de su captación de recursos desde las entidades ajenas al sistema crediticio.

Por otro lado, los coeficientes obligatorios de inversión, desviando recursos hacia el sector público, contribuyeron a reducir, aún más, el ritmo de crecimiento de la financiación al sector privado, situándolo por debajo de la tasa de avance de los recursos, no sólo del sistema crediticio, sino también de los finalmente disponibles por el sistema bancario (banca, cajas y E. O. C.). En este sentido, actuaron tanto el cambio del sistema de cómputo del coeficiente legal de inversión como el crecimiento de los pasivos computables (19,3 %, la banca comercial; 15,6 %, la industrial y 20,3 %, las cajas de ahorro) a un ritmo superior al de los recursos disponibles para la adquisición de activos frente a los sectores público y privado, y, en fin, la elevación del coeficiente mínimo de fondos públicos de la banca industrial siguiendo el proceso de aproximación iniciado en 1977 (1). En definitiva, los activos del sistema bancario frente al sector público, según el cuadro VI-18, crecieron un 25,6 % (25,7 % si se incluye el Banco de España), mientras que la financiación al sector privado lo hizo en un 14,2 % (2) y el total de ambos en un 15,4 %. Cifras estas que contrastan con el 18,6 % de crecimiento de los fondos disponibles por el conjunto de sistema crediticio y con el 19,9 % de las disponibilidades líquidas.

Aún cuando los ritmos de expansión de los activos de las cajas y la banca sobre el sector público fueron muy parecidos, el crecimiento más rápido de los fondos disponibles por las cajas de ahorro dio lugar a fuertes diferencias entre las tasas de avance de la financiación al sector privado proporcionada por la banca (11,6 %) y las cajas (20,6 %).

Dentro de la financiación al sector privado, la adquisición de valores industriales tuvo lugar a un ritmo (13 por 100) inferior al de la concesión de crédito mediante efectos y pólizas, y ello pese a que la banca privada incrementó su cartera de valores industriales (3) a un ritmo superior que la de efectos y pólizas; hecho este último que resulta aún más notable cuando se tiene en cuenta que el coeficiente de inmovilizado de la banca comercial (93,7 %) se encuentra ya muy cerca del máximo legal. Así pues, fueron las cajas de ahorro, que por el juego de los coeficientes de in-

(1) Sobre los cambios del coeficiente legal véase Anexo legislativo.

(2) En la valoración de los créditos en moneda extranjera se plantea el mismo problema expuesto al considerar la financiación neta en moneda extranjera de la banca privada. Una vez corregido el defecto de valoración, esta tasa se cifraría en 14,8 por 100 y la siguiente en 15,9 por 100.

(3) Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que la cartera de valores de la banca privada registró, en 1978, un aumento de 4,0 m.m. como consecuencia de las operaciones de regularización antes referidas.

versión habían venido ejerciendo un papel muy importante aportando una demanda estable al mercado de valores (en este caso fundamentalmente de renta fija), quienes, como consecuencia de la liberalización iniciada en julio de 1977, redujeron notablemente su ritmo de adquisición de valores industriales. Si a la reducción del coeficiente de fondos públicos en tres puntos porcentuales a lo largo de 1978 (1) se suma la elevación registrada por los tipos de los créditos como resultado de la liberalización de los tipos a más de un año, y del carácter restrictivo de la política monetaria, que ha modificado el diferencial de tipos a favor de los créditos, se entenderá fácilmente el desplazamiento operado por las cajas de ahorro hacia unos instrumentos que, por otro lado, son, en general, más atractivos por favorecer la captación de depósitos.

CUADRO VI-20

Distribución de los créditos y efectos especiales de la banca privada (a)

m.m.

	Variaciones netas				Saldos a 31 de diciembre de 1978			
	1975	1976	1977	1978	Total	Banco Exterior	Resto banca comercial	Banca industrial
Operaciones en el Mercado Interior....	57,7	72,9	51,2	0,6	360,2	—	309,2	51,0
Bienes de equipo	40,1	63,6	50,0	7,0	273,7	—	229,8	43,9
Buques	17,9	7,3	- 0,3	- 7,4	69,9	—	63,6	6,3
Entidades de ventas a plazos.....	1,3	1,3	2,1	0,8	15,6	—	14,8	0,8
Otros bienes.....	- 1,6	0,6	- 0,7	0,3	1,0	—	1,0	—
Operaciones de exportación: total	38,6	46,5	96,2	77,3	361,6	188,3	149,8	23,5
Operaciones de exportación con cargo al coeficiente	9,6	36,0	53,5	35,3	224,6	751,3	149,8	23,5
(Capital circulante).....	6,7	26,3	26,8	33,6	138,4	21,3	102,7	14,4
(Bienes de equipo).....	2,7	12,0	30,1	5,9	71,7	27,5	37,8	6,4
(Buques)	0,8	- 2,8	- 3,1	- 4,5	13,7	1,9	9,1	2,7
(Inversiones en el exterior).....	- 0,9	0,3	0,1	0,5	0,9	0,7	0,2	—
(Empresas turísticas).....	0,3	0,2	- 0,5	—	—	—	—	—
Operaciones de exportación en exceso del coeficiente	29,0	10,5	42,7	42,0	137,0	137,0	—	—
(Capital circulante).....	14,5	- 8,8	12,2	- 14,6	10,4	10,5	—	—
(Bienes de equipo).....	8,0	7,7	17,7	39,5	75,6	75,6	—	—
(Buques)	6,4	11,6	12,5	17,2	50,7	50,7	—	—
(Inversiones en el exterior).....	0,1	—	0,3	- 0,2	0,2	0,2	—	—
TOTAL	96,3	119,4	147,4	119,9	721,8	188,3	459,0	74,5

FUENTE: Elaborado sobre las declaraciones del coeficiente de inversión.

(a) Banco Exterior de España: Operaciones financiadas por el I. C. O. o, transitoriamente, por el Banco de España.

(1) Agravada, por otro lado, con una mayor cobertura del coeficiente con fondos públicos propiamente dichos —10,5 por 100 de los pasivos computables a finales de 1977 y 11,2 por 100 en 1978—.

El lento crecimiento de la oferta de crédito al sector privado contribuyó a endurecer las condiciones de los créditos (tipos, comisiones, saldos compensatorios, plazos, etc.) en 1978, pudiendo distinguirse dos fases: una, tras la etapa fuertemente restrictiva de finales de 1977, en la que la distensión del mercado monetario y el exceso de oferta en el mercado crediticio contribuyeron a mejorar ligeramente aquellas condiciones y otra, en la segunda mitad, y sobre todo en el último cuatrimestre del año, en la que, como se ha expuesto en el capítulo V, se registró una elevación importante de tipos, y un endurecimiento de las restantes condiciones (1).

Este empeoramiento de las condiciones de los créditos fue especialmente notable para aquellos sectores y actividades que no pudieron beneficiarse de los privilegios otorgados a través de los coeficientes obligatorios de inversión.

En este sentido, hay que reseñar el fuerte incremento del crédito a la exportación concedido por el sistema bancario, que creció a una tasa (36,0 %) sensiblemente superior a la del conjunto del crédito al sector privado. El establecimiento, dentro del coeficiente de préstamos de regulación especial de las cajas de ahorro, de un porcentaje mínimo (1 %) de créditos y efectos representativos de financiación a la exportación contribuyó, de modo apreciable, a aquel crecimiento. Los créditos a la exportación concedidos por la banca privada con cargo al coeficiente de inversión crecieron un 18,6 % en 1978 (ver cuadro VI-20), cifra que se eleva notablemente (27,2 %) cuando se suman las operaciones realizadas por el Banco Exterior de España con fondos proporcionados por el I. C. O. (42 m.m. en 1978).

Frente al crecimiento de la financiación a las exportaciones hay que destacar el estancamiento de los restantes créditos de regulación especial, sobre los que recayó todo el efecto de las reducciones de los coeficientes legales de inversión (ver cuadros VI-20 y VI-21).

Así, del examen del cuadro VI-21 (2) cabe destacar la escasa variación del crédito concedido por las cajas de ahorro, en condiciones especiales, para la financiación de viviendas (0,8 %). Este crecimiento contrasta, por otro lado, con la fuerte expansión de los préstamos concedidos a dicho sector

(1) Junto a la caída del ritmo de expansión de la cantidad ofrecida de crédito, el acortamiento de los plazos de los depósitos y el aumento del riesgo de impago promovieron una importante reducción de los plazos de los créditos que, por otra parte, se ha venido manifestando, de forma continuada, desde 1975.

(2) Este cuadro se refiere a las cajas confederadas, con exclusión, por tanto, de la Postal y la CECA. Así pues, sus cifras no son comparables con las del cuadro VI-17.

Cajas de ahorro confederadas**Distribución del crédito**

m.m.

	Variaciones netas				Saldos a 31-XII-78
	1975	1976	1977	1978	
Préstamos de regulación especial	29,4	60,5	14,3	31,4	505,0
Vivienda	40,9	67,8	11,0	2,9	357,9
Promotores	3,5	6,1	5,6	0,4	74,0
Acceso a la propiedad	37,3	62,1	5,9	2,9	281,7
Ahorro vinculado	0,1	-0,4	-0,5	-0,4	2,2
Agricultura	-5,6	-4,7	0,5	1,9	41,2
Agricultores	-5,8	-5,4	0,1	1,5	36,0
Acceso a la propiedad	0,2	0,7	0,4	0,4	5,2
Industria	-8,1	-7,5	-6,5	-2,7	35,5
Comercio	1,7	2,2	0,4	—	23,6
Otros	0,5	2,7	8,9	29,3	46,8
Préstamos de carácter general	98,2	114,9	180,6	205,2	812,5
Vivienda	44,7	52,3	106,8	117,0	388,5
Garantía hipotecaria	34,1	34,6	64,2	82,3	266,4
Garantía personal	10,6	17,7	42,6	34,7	122,1
Agricultura	2,5	7,0	6,3	5,9	33,1
Industria	18,3	22,3	20,6	28,5	136,2
Comercio	6,1	9,9	12,9	1,3	40,0
Otros y no clasificados	26,6	23,4	34,0	52,5	214,7
Préstamos de mediación	3,6	7,0	7,3	6,8	44,7
Agricultura	3,2	4,6	4,4	3,6	35,1
Industria	0,2	2,2	2,7	2,6	7,7
Otros	0,2	0,1	0,3	0,6	1,9
TOTAL	131,2	182,3	202,4	243,3	1.362,2
Vivienda	85,6	120,1	117,8	119,9	746,4
Agricultura	0,1	6,9	11,3	11,3	109,4
Industria	10,4	17,0	16,8	28,4	179,4
Comercio	7,8	12,1	13,3	1,3	63,6
Otros	27,3	26,2	43,2	82,4	263,4

FUENTE: Banco de España.

en condiciones libres (43,1 %). El crédito destinado, de un modo u otro, a la financiación de viviendas creció, en conjunto, durante 1978, a un ritmo de 19,1 %, frente al 21,7 % de la financiación total proporcionada al sector privado e instrumentada en pólizas y efectos.

En consecuencia, por primera vez en los últimos años, se registró un descenso del porcentaje de la cartera de créditos destinado a la vivienda (54,8 % frente a 56 % en 1977; en los años precedentes se había registrado un importante aumento de dicha participación, que pasó de 48,3 % en 1974 al 56 % de 1977). En el cuadro VI-21 puede observarse como todos los demás sectores identificados (agricultura, industria y comercio) regis-

tran un descenso de su participación en la cartera de créditos, y sólo el renglón de otros, en el que se incluyen las operaciones de financiación a cartera de créditos en 1978) aparece entre las causas inmediatas de la reducción del porcentaje dedicado a la financiación de viviendas. Por ello, no puede considerarse ésta como evidencia de pérdida, por las cajas, de interés en el mercado de crédito a la vivienda. Por otro lado, hay que señalar que la tasa de crecimiento del crédito a la vivienda (20,9 % concedido por el conjunto de las cajas y EOC) fue muy superior a la del crédito total concedido por el sistema crediticio al sector privado y que también se situó por encima de la correspondiente al total de fondos intermediados. En cuanto a disponibilidad de fondos, el mercado de la vivienda aparece, pues, como uno de los sectores relativamente menos afectados por la política de carácter restrictivo instrumentada por las autoridades. En cuanto a las condiciones de los préstamos, hay que resaltar, sin embargo, el fuerte encarecimiento de los tipos de interés de los créditos concedidos en 1978 (5-7 puntos porcentuales desde julio de 1977) y un cierto acortamiento en los plazos.

En cuanto a la incidencia, sobre la distribución del crédito, de la actividad mediadora desarrollada por las entidades oficiales de crédito, basta rese-

CUADRO VI-22

Entidades oficiales de crédito

Distribución de las cuentas de crédito

m.m.

	Variaciones netas				Saldos a 31-XII-78
	1975	1976	1977	1978	
Agricultura (a)	11,9	12,2	14,9	8,9	95,8
Industria (a)	19,0	24,0	30,8	32,9	184,8
Naval y pesquero	7,5	18,4	20,1	30,7	109,8
Vivienda	4,7	18,4	27,0	33,8	142,1
Centros docentes	1,4	1,3	1,8	2,4	20,2
Turismo	2,3	1,9	1,8	0,9	21,0
Exportación (b)	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2	1,9
Corporaciones locales	13,4	24,9	45,7	38,6	186,1
Servicios públicos	1,3	0,5	3,6	1,3	20,4
Otros	14,3	14,1	10,2	2,3	66,0
TOTAL	74,4	114,4	154,8	150,6	848,0

FUENTE: ICO

(a) Excluidos créditos de mediación concedidos por las Cajas de Ahorro Confederadas.

(b) Excluidos créditos concedidos por el Banco Exterior de España.

ñar que prosiguió, aún cuando a menor ritmo, el importante crecimiento del crédito a las corporaciones locales (26,2 %) y la actuación sustitutiva de la financiación de las entidades privadas a algunos sectores, como es el caso de los buques (38,5 %), la vivienda (31,2 %) y las acciones concertadas en la industria (32,3 %). Con todo, como se señaló en el Informe de 1977, la actuación del Crédito Oficial sólo sirvió para atenuar el impacto de la reducción de los flujos de financiación privilegiada suministrada por las entidades privadas.

El cuadro VI-23 resume, finalmente, el funcionamiento de los circuitos privilegiados (financiación del Banco de España, crédito oficial y financia-

CUADRO VI-23

Circuitos de financiación privilegiados

m.m.

	Variaciones netas				Saldos a 31-XII-78
	1975	1976	1977	1978	
Banco de España (a)	109,3	-5,4	134,5	118,1	571,8
Sector público	109,5	-6,2	133,7	117,0	567,7
Sector privado	-0,2	0,8	0,8	1,1	4,1
Banca privada	151,6	200,1	186,0	221,4	1.407,8
Sector público (b)	54,3	80,3	38,3	142,8	682,0
Sector privado (c)	97,3	119,8	147,7	78,4	725,8
Cajas de ahorro	115,3	225,0	125,7	185,6	1.539,9
Sector público (b)	8,1	67,0	-15,8	69,3	303,5
Sector privado (d)	107,7	158,0	141,5	116,3	1.236,4
Entidades oficiales de crédito (a)	73,0	113,1	153,7	149,0	840,3
Sector público	18,5	30,0	49,2	39,5	233,3
Sector privado	54,5	83,1	104,5	109,5	607,0
TOTAL	450,2	532,8	599,9	674,1	4.359,8
Sector público	190,4	171,5	205,4	368,6	1.786,5
Sector privado	259,8	362,3	394,5	305,5	2.573,3
CIRCUITOS PRIVILEGIADOS EN PORCENTAJE DE LAS COLOCACIONES TOTALES: (a)					
TOTAL	39,8	38,0	34,0	37,8	37,8
Sector público	16,9	12,2	11,6	20,6	15,5
Sector privado	22,9	25,8	22,4	17,2	22,3

FUENTE: Banco de España.

(a) Cuadro VI-17.

(b) Según balance ajustado. Incluye fondos públicos fuera del coeficiente.

(c) Cuadro VI-22.

(d) Cuadro VI-22. Se deducen de la cartera de valores privados los bonos de caja de bancos industriales.

ción amparada por los coeficientes de los bancos comerciales e industriales y las cajas de ahorro). Los fondos canalizados por estos circuitos aumentaron en 1978 en 674,1 m.m., con una tasa de crecimiento de 18,3 %. El porcentaje de los circuitos privilegiados sobre el total de fondos canalizados por el sistema se elevó desde 37,4 % en 1977 hasta 37,8 % en 1978. Por sectores, el privado registró un incremento de 305,5 m.m., con crecimiento relativo de 13,5 %, descendiendo, por tanto, su participación en la financiación total desde 22,9 % en 1977 a 22,3 % en 1978. En cuanto al sector público, obtuvo 386,6 m.m., con un crecimiento de 26 %, lo que supuso un importante aumento de su participación en la financiación total desde 12,9 % en 1977 hasta 15,5 % en 1978.

La evolución de los distintos circuitos fue muy dispar. Las operaciones especiales de las cajas registraron un incremento (13,7 %) superior al de 1977 (9 %) aún cuando muy inferior al del total de fondos por ellas canalizados. La banca registró, sin embargo, una tasa (18,4 %) inferior a la del pasado año (19,4 %), pero en este caso, la tasa fue muy superior a la del total de colocaciones. Las actuaciones de la banca oficial y del Banco de España, aún cuando han perdido en intensidad (26,0 % y 21,6 % en 1978 frente a 28,5 % y 42,1 % en 1977), contribuyeron a aumentar su participación en el total de recursos intermediados por el sistema. Conviene, por último, resaltar la incidencia del trasvase de fondos públicos relacionado con la redefinición del sistema de cómputo del coeficiente de inversión; de no haber tenido lugar esos movimientos de fondos, la actuación del Banco de España se habría traducido en una expansión del 37,9 %, la banca habría registrado un incremento del 16,4 % y las cajas del 11,0 %.

1.4. Otras entidades de crédito

Tradicionalmente, el grupo de cooperativas de crédito venía mostrando un crecimiento más rápido que el conjunto del sistema crediticio. Esta tendencia, que resultaba clara para todos los años —exceptuando 1975 por las razones ya apuntadas en anteriores Informes—, se vio alterada en 1977, año en el que este grupo de entidades creció a un ritmo muy similar al del sistema crediticio —22,9 % fue la tasa de crecimiento de los recursos totales de las cooperativas frente a 22,2 % para el sistema crediticio—. Durante el año 1978 este grupo de entidades ha vuelto a recuperar, aunque con menor intensidad, las características de su evolución relativa en los últimos años. Así, el crecimiento de sus recursos totales alcanzó una tasa del 25,2 % mientras que el conjunto del sistema crecía al 18,6 % y las disponibilidades líquidas lo hacían al 19,9 %.

Cooperativas de crédito: Balance consolidado

m.m.

	Variación				Saldos a 31-XII-78
	1975	1976	1977	1978	
1. Activos líquidos	-0,1	0,7	1,5	4,9	8,8
2. Bancos y cajas (neto)	6,5	5,5	10,9	12,0	65,3
3. Sector público	0,5	0,6	0,1	0,4	2,0
4. Sector privado	2,2	32,1	34,3	35,0	193,5
Crédito	3,9	27,5	28,5	29,7	167,9
Valores	-1,7	4,6	5,8	5,3	25,6
5. Cooperativas (neto)	5,6	3,2	-5,9	0,8	8,1
6. Activo real	-1,0	2,2	2,8	3,3	13,5
7. TOTAL (1 a 6 = 8 a 12)	13,7	44,3	43,7	56,4	291,2
8. Cuentas de capital	0,4	3,9	3,8	4,5	4,5
9. Depósitos	12,5	39,6	34,6	54,5	258,9
Vista	3,5	11,9	2,9	10,0	64,3
Ahorro	0,3	14,8	18,9	24,8	108,0
Plazo	8,7	12,9	12,8	19,7	86,6
10. Crédito del Banco de España	-0,1	0,1	0,4	0,2	0,7
11. Banco de Crédito Agrícola	1,3	1,9	3,7	1,0	15,3
11. Otras cuentas	-0,4	-1,3	1,1	-3,5	-23,8

FUENTE: Banco de España.

La fuente de fondos más importante de este grupo de instituciones son los depósitos, que en el año 1978 mantuvieron un ritmo de crecimiento elevado (26,7 %) y superior al de los depósitos de todo el sistema (19,7 %).

Al analizar la evolución de las distintas clases de depósitos se observa que el mayor crecimiento de este año respecto a 1977 —26,7 y 20,4 % respectivamente— ha beneficiado tanto a los depósitos a la vista, que crecieron a una tasa del 18,4 %, como a los de plazo, que lo hicieron al 29,4 % (5,6 y 23,7 % eran las tasas respectivas en 1977). En cambio, los depósitos de ahorro, con un crecimiento en torno al 29 %, mantuvieron un crecimiento similar en ambos años, aunque también muy por encima del registrado por los depósitos correspondientes del sistema crediticio.

Las características de la utilización de los recursos de este grupo de entidades pueden sintetizarse mediante la apreciación de una tendencia —común en los últimos años, si exceptuamos 1976— hacia un mayor ritmo de crecimiento, de año en año, del volumen de fondos mantenidos

en forma de activos líquidos y, sobre todo, de colocaciones en bancos y cajas; mientras que, paralelamente, se registra menor ritmo de crecimiento de la parte destinada a la financiación del sector privado. Comparadas con estas partidas, las demás utilizaciones de fondos son irrelevantes.

El crecimiento de la tesorería en 1978 fue del 37,1 %, siempre diciembre sobre diciembre, mientras que en los años inmediatamente anteriores fue de 25,4 % (en 1977) y 15,3 % (en 1976). Mientras tanto la tasa de crecimiento de la financiación total (crédito y valores) al sector privado, decaía de año en año. Del 34 % en 1976 al 27,6 % en 1977 y 1978 respectivamente. Como consecuencia de esta evolución, la financiación del sector privado ha venido, de año en año, disminuyendo su participación en la utilización de fondos de estas entidades. El 63 % de la variación en 1978 se dedicaba a esta finalidad, frente a un 86 % del año anterior.

A comienzos del año de 1979 se ha producido una reestructuración de todas las normas que regulan la actividad de estas instituciones —establecimiento de coeficientes de caja, garantía, inversiones obligatorias (1)— que hasta ahora se mantenían al margen del sistema crediticio si bien todavía no han sido desarrollados por el Banco de España. Estas nuevas regulaciones, a la vez que las integran de forma más clara en el sistema financiero, harán variar indudablemente algunas de sus pautas de comportamiento. Cabe pensar, entre otras cosas, que la importancia creciente de la tesorería y, más concretamente, de la parte de la misma colocada en bancos y cajas, deberá sufrir alguna modificación que repercutirá tanto sobre el propio balance como sobre el resto del sistema.

Como en Informes anteriores, se carece de una base estadística firme para valorar la evolución del último grupo de entidades de crédito, el de las financieras, o entidades de financiación. Ya se expuso, en el informe Anual de 1977, que su regulación por R. D. de 28 de marzo de 1977 y O. M. de 14 de febrero de 1978 permitían recabar esa información cuando las entidades se inscribieran en el registro creado al efecto. Sin embargo, todavía no ha sido desarrollada la normativa necesaria para solicitar la información contable correspondiente.

2. EL MERCADO DE VALORES

Entre las notas que caracterizan la evolución del mercado de valores en 1978, puede destacarse el importante crecimiento de las emisiones del

(1) En el anexo legislativo se encontrará una descripción de estas medidas.

sector público, y más en concreto de la Administración Central, en un año en el que, por otro lado, se registró un ligero descenso, por segundo año consecutivo, del volumen de fondos captados por los emisores privados. Este descenso estuvo localizado en el mercado de renta fija, ya que, por el contrario, los recursos captados mediante la emisión de acciones experimentaron un avance notable, aún cuando sin llegar a recuperar el nivel del año 1976.

El fuerte aumento de los fondos procedentes del exterior, que constituye otra de las notas destacadas del año 1978; la recuperación de la demanda de títulos de renta variable por parte de la banca; y, en fin, el comportamiento relativamente moderado de los emisores de acciones en la primera parte del año, contribuyeron a atenuar el descenso de las cotizaciones, hasta el punto de registrarse un ligero aumento en el primer semestre, que alentó, finalmente, una recuperación de las emisiones, especialmente intensa en la última parte del año.

Esta recuperación, gracias a los factores reseñados, tuvo lugar a pesar del descenso de las colocaciones realizadas fuera de las entidades crediticias. Como ya se ha señalado anteriormente, se ha registrado en los dos últimos años un desplazamiento de las entidades privadas no bancarias, en cuanto que oferentes de fondos, desde el mercado de renta variable hacia el de renta fija y, dentro de este, hacia las colocaciones a corto (depósitos bancarios a plazo de un año). Pero así como en el mercado de renta variable la entrada de fondos procedentes del exterior llegó a compensar los efectos de aquel desplazamiento, en el mercado de títulos de renta fija a largo plazo se sumó a aquel descenso la fuerte caída de la oferta de fondos por parte de las entidades crediticias, relacionada con la reducción del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorro. A esta caída de la oferta de fondos se superpuso el referido aumento del recurso del sector público al mercado de valores, lo que contribuyó a encarecer el mercado y reducir las posibilidades de captación de recursos por los emisores privados. Estas dificultades en el mercado privado de renta fija parecen haberse manifestado con mayor intensidad en el segmento libre del mercado, en tanto que los sectores con títulos calificados como computables en el coeficiente de fondos públicos de las cajas no parecen haber registrado un incremento del coste de los recursos(1). En esas condiciones, y dada la fluidez con que vienen operando los mercados

(1) Esta afirmación se basa, sin embargo, en la evolución de los tipos nominales anunciados al abrirse el período de suscripción, pero los descuentos de emisión impuestos por los tomadores institucionales son considerables y pueden haber experimentado un aumento importante.

financieros internacionales, se produjo el desplazamiento hacia el exterior de algunos emisores importantes, que no han desarrollado, en consecuencia, los esfuerzos necesarios para el desarrollo y fortalecimiento del mercado español de renta fija. De este modo, todo un cúmulo de circunstancias: el aumento de la preferencia por la liquidez, la política monetaria restrictiva con la consiguiente elevación de los tipos de rendimiento de colocaciones alternativas, el aumento de la actividad emisora del sector público y la liberalización del sistema crediticio concurren sobre el mercado de renta fija, contribuyendo a agravar la situación financiera de las empresas.

En estas condiciones, y ante el aumento previsto del recurso del sector público al mercado de capitales, se hace deseable el desarrollo de una política de deuda que no agrave la situación financiera del sector privado. De lo anterior se deduce que no basta con reducir la apelación del sector público al Banco de España para favorecer, dentro de unos objetivos monetarios dados, una mayor canalización de fondos del sistema crediticio hacia el sector privado, sino que también es preciso que el sector público se financie en el mercado de capitales mediante la emisión de deuda a corto plazo, contribuyendo con ello a facilitar la financiación a largo del sector privado al tiempo que se enriquece la gama de activos financieros a disposición de los inversores y, dado el esquema de preferencias manifestado por el público, se facilita la absorción por éste del importante volumen de emisiones previsto.

2.1. Emisiones del sector público

La actividad del sector público en el mercado de emisiones se caracterizó, en 1978, por el fuerte crecimiento de la demanda de fondos y por su progresiva acomodación a las condiciones del resto del mercado.

Las emisiones netas del sector público ascendieron, en ese año, a 180,5 m.m., superando en un 33 % el volumen emitido en 1977 y triplicando el correspondiente a 1975. Esta expansión hay que atribuirle en su totalidad a la Administración Central (véase cuadro VI-25), que aumentó sus emisiones en un 44 %, alcanzando los 156,9 m.m. El resto de las emisiones del sector público experimentó, por el contrario, una ligera reducción.

Ese aumento de la absorción de fondos por parte de la Administración Central, relacionado con el fuerte incremento de su déficit financiero, redujo las posibilidades de captación de recursos, por parte del sector

Emisiones públicas a largo plazo en el mercado interior

m.m.

	Emisiones netas (valores nominales)				Capital vivo 31-XII-78
	1975	1976	1977	1978	
Emisiones totales	61,5	132,8	140,5	180,5	..
Administración Central	44,4	109,5	108,7	156,9	849,0
Cédulas para inversiones	51,8	117,0	96,3	125,1	686,1
Deudas amortizables y perpetua	-6,3	-6,3	13,7	33,0	143,9
Otras deudas (a)	-1,1	-1,2	-1,3	-1,2	19,1
Instituto Nacional de Industria	13,1	13,3	17,9	19,8	212,5
Entidades Oficiales de Crédito	-0,4	4,4	9,5	4,0	38,6
Otros organismos autónomos y corporaciones locales.	4,5	5,6	4,4	-0,2	..

FUENTE: INI, Ministerio de Economía y Banco de España.

- (a) Deuda del antiguo Instituto de Crédito para la Reconstrucción Nacional (hoy Banco de Crédito a la Construcción), de la RENFE, obligaciones del Ferrocarril Tánger-Fez y de las Comisiones Administrativas de Puertos y Juntas de Obras de Puertos.

privado, en el mercado de emisiones, contribuyendo con ello a agravar la situación, ya descrita, de este sector en el mercado de crédito bancario.

La afirmación anterior exige, sin embargo, alguna puntualización, ya que, salvando problemas de desfases, aquel incremento de las emisiones de la Administración Central sólo mermó en parte la financiación del sector privado. En efecto, los recursos transferidos al crédito oficial totalizaron 155 m.m., provenientes, en su mayor parte, de emisiones públicas, y aquél dirigió el 80 % de sus recursos hacia el sector privado. Por tanto, puede decirse que, en este caso, el Estado se limitó a desviar recursos del sistema crediticio mediante la emisión de cédulas para inversión (125,1 m.m. en 1978 frente a 96,3 m.m. en 1977) y el recurso al Banco de España hasta completar aquella cifra de dotaciones, que fueron posteriormente canalizados, en su mayor parte, hacia el sector privado a través de los circuitos privilegiados de financiación.

Una vez que se deducen las cédulas para inversiones del total emitido por la Administración Central, se obtiene una medida más cercana del impacto de su actuación sobre las posibilidades que, para la captación de recursos, tuvo el sector privado en el mercado de emisiones. Como se deduce del cuadro VI-25, esa diferencia ascendió a 31,8 m.m. en 1978 frente a 12,4 m.m. en 1977 y -7,5 en 1975 y 1976.

Los restantes emisores públicos se mantuvieron a lo largo de 1978 en un tono discreto o con reducción de sus emisiones netas respecto al año precedente y sin agotar, por otro lado, los límites legales. Así, el Instituto Nacional de Industria emitió, en términos netos, una cantidad próxima a los 20 m.m., sin que el leve incremento sobre 1977 sea achacable a impedimento legal, ya que el Real Decreto 776/1978 de 10 de marzo autorizó la emisión de 28 m.m., ni a un lento ritmo de avance de las necesidades financieras del Instituto; cabe pensar, pues, en el retraso con que se aprobó la emisión (1) y en las demoras derivadas de los reajustes en la estructura directiva del INI como motivos de aquel estancamiento en el ritmo de expansión. Otro emisor público con entidad propia fue el Banco Hipotecario de España, a quien el Decreto-Ley 13/1975 de 17 de noviembre le encomendó contribuir al plan especial de financiación de viviendas mediante la emisión de 25 m.m. de cédulas hipotecarias, desde entonces, dicho banco ha continuado regularmente sus emisiones: 17 m.m. entre 1976 y 1977, colocadas íntegramente entre las Cajas de Ahorro, y 5 m.m. en 1978, colocadas esta vez fuera de esas entidades, a pesar de ser computables para su coeficiente de fondos públicos. Existe, finalmente, otro grupo de emisores públicos: la Administración Local, cuya actividad emisora es, en general, discontinua y poco conocida. Dentro de él, el Ayuntamiento de Madrid emitió 4,5 m.m. en 1978.

En cuanto a las **condiciones de emisión**, las cédulas para inversiones, tras la elevación de un punto y medio llevada a cabo en septiembre de 1977, se emitieron en 1978 al 6 % hasta que el Real Decreto 3081/1978 de 15 de diciembre dispuso su elevación al 6,5 % sin variar ninguna otra condición. A pesar de esas modificaciones, los tipos de interés de las cédulas todavía son muy inferiores a los vigentes en los restantes mercados.

Dentro del grupo de emisiones realizadas en condiciones distintas de las de mercado, hay que reseñar la Deuda Amortizable emitida el 15 de enero de 1979, en virtud del Real Decreto 3089/1978 de 29 de diciembre y destinada a financiar la transformación de los sectores siderúrgico (15,0 m.m.) y naval (9,8 m.m.). Las características de esta deuda son equiparables a las de las cédulas para inversiones, a saber: 6,5 % neto de interés, amortización única a los diez años y computable en los coeficientes de fondos públicos de la banca y de cédulas de las cajas.

(1) El Real Decreto 776/1978 de 10 de marzo no se publicó en el B. O. E. hasta el 21 de abril del mismo año.

En contraste con ese grupo de emisiones, hay que destacar las emisiones de Deuda Amortizable realizadas en 1978 con destino al público en general y, por consiguiente, en condiciones de mercado. En esta línea, que es continuación de la reanudada en diciembre de 1977, se realizó el 9 de junio al 9,5 % exento del impuesto de rentas de capital (1) y con amortización única al cabo de cinco años. Hay que señalar que en esta oportunidad no se prescindió del apoyo administrativo y se declaró computable para cobertura del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorros. La segunda de las emisiones se realizó el 17 de noviembre de 1978, por importe de 30 m.m., al 10,25 % gravado por el impuesto de rentas de capital y amortizable al finalizar el 5.º año. Esta ha sido la emisión de Deuda Pública más voluminosa realizada en una sola vez, y las dificultades experimentadas en su colocación inclinan a pensar que fue excesiva para las condiciones del mercado en esas fechas, ya que, a la emisión citada, se sumaron cerca de 50 m.m. de emisiones privadas. También con esta emisión se puso en práctica un sistema de colocación no utilizado en la Deuda Pública pero de uso común en las emisiones privadas: colocación mediante un sindicato compuesto por bancos y cajas que, a cambio de la comisión correspondiente, aseguraron la emisión.

La experiencia obtenida de la emisión de 1977 llevó a eliminar la diferenciación en series de las realizadas en 1978, con el fin de no fragmentar un mercado secundario de por sí reducido. La experiencia de la emisión de noviembre de 1978 aconseja, por otro lado, no repetir algunas circunstancias de la misma; en particular, el período de suscripción excesivamente dilatado. Máxime si, como en ese caso, se permite suscribir a la par hasta mes y medio después de la fecha de emisión, cuando los títulos están incorporando parte del primer cupón. En esas circunstancias, por el juego de comisiones de suscripción se introduce en el mercado secundario una incertidumbre que imposibilita el desarrollo del mismo para la emisión de que se trate; y, lo que es mucho más importante, se desestabiliza el mercado secundario de otras emisiones de Deuda Pública. De hecho, el período que medió entre la distribución al público de la información relativa a la emisión y el cierre definitivo de la misma, el 31 de diciembre, fue el que mayores dificultades ofreció al Banco de España en su política de activación del mercado secundario de la Deuda (2), cuyos resultados globales hasta el momento pueden calificarse de muy favorables, ya que sin contrariar las tendencias del mercado y sin asumir, generalmente, un papel

(1) Los intereses derivados de su posesión no se incluyen en la base imponible de los impuestos sobre la renta de personas físicas o jurídicas, ni están sujetos a la retención del 15 por 100 a cuenta de los mismos.

(2) Un tratamiento más detallado del tema puede encontrarse en el Boletín Económico del Banco de España de febrero de 1979, págs. 31 a 33.

de protagonismo en la fijación de los cambios, ha conseguido situar las emisiones citadas de 1977 y 1978 dentro del grupo de títulos más cotizados, por cuantía y frecuencia, de la Bolsa de Madrid.

En cuanto a las restantes emisiones, se registró un claro acercamiento a las condiciones de los otros mercados. Así, en la emisión de obligaciones del INI, se elevó el tipo de interés desde el 8 % neto al 11 %, manteniéndose el plazo de amortización de 14 años más tres de carencia, el más largo de los practicados en estos momentos. Las células del Banco Hipotecario de España se emitieron al 12 % bruto (10,2 % neto) y a 15 años. Esta combinación, similar a la ofrecida por las obligaciones del INI, resultó muy atractiva para inversiones a largo plazo, como montepíos o entidades de previsión social, ante eventuales descensos de los tipos de interés en el futuro: y de ahí el éxito obtenido en su colocación. Finalmente, la deuda del Ayuntamiento de Madrid se ofreció al 11,5 por 100 neto y a 10 años, siendo los dos primeros de carencia.

2.2. La colocación de las emisiones públicas

La colocación de las emisiones públicas experimentó un cambio notable respecto a la estructura de años anteriores (ver cuadro VI-26). En este sentido, la aproximación de las condiciones de las emisiones del sector público a las vigentes en otros mercados contribuyó a acrecentar la parte adquirida por las entidades no bancarias. Esto se deduce, especialmente, del examen del cuadro VI-27, que muestra la colocación de la deuda de la Administración Central emitida en condiciones de mercado.

CUADRO VI-26

Colocación de las emisiones públicas

m.m.

	1975	1976	1977	1978
Banco de España	13,2	8,4	100,0	-56,0
Banca Privada	53,8	72,2	45,6	144,6
Cajas de Ahorros	8,5	65,9	-16,9	63,7
Seguridad Social	-9,2	-10,0 (a)	7,4	28,2
Resto del Mercado	-5,0	-3,7		
Emisiones netas	61,3	132,8	140,5	180,5

FUENTE: Banco de España.

(a) Estimación.

Colocación de deuda de la Administración Central emitida para el público en 1977 y 1978

m.m.

	Emisión 10,25 %		Emisión 9,50 % (a)		Emisión 10,25 % (b)		1978	
	5-XII-1977	%	8-VI-1978	%	17-XI-1978	%	Total	%
Sector Público	4,1	20,3	1,3	12,0	2,0	6,7	3,3	8,3
Seguridad social	2,4	12,0	1,3	13,0	1,2	4,0	2,5	6,3
Administración local						0,1		0,1
Organismos públicos	1,7	8,3			0,8	2,6	0,8	2,0
Sistema Financiero	10,7	53,4	5,3	53,1	17,5	58,3	22,8	57,0
Banca	5,1	25,4	0,9	8,5	6,3	21,0	7,1	17,9
Cajas de Ahorro	0,2	1,0	0,4	3,5	2,0	6,7	2,3	5,9
Compañías de seguros	5,1	25,6	4,0	40,5	8,6	28,6	12,6	31,5
Otros	0,3	1,4	0,1	0,5	0,6	2,1	0,7	1,7
Empresas no financieras	0,1	0,4	0,1	1,0	0,5	1,8	0,6	1,6
Economías domésticas y asociaciones sin fines de lucro	4,6	23,1	3,1	31,0	10,0	33,2	13,1	32,7
No especificado	0,6	2,8	0,2	1,8	—	—	0,2	0,5
NOMINAL EMITIDO	20,0	100,0	10,0	100,0	30,0	100,0	40,0	100,0

FUENTE: Banco de España.

(a) Computable para cobertura del coeficiente de fondos públicos de las Cajas de Ahorro.

(b) No exenta del impuesto de rentas del capital ni, al suprimirse éste el 1-I-1979, de los impuestos sobre la renta de las personas físicas o jurídicas, ni, por consiguiente, de la retención del 15 por 100 a cuenta de los mismos.

Antes de continuar, conviene comentar los criterios seguidos en la elaboración del cuadro VI-26. En relación con ello, hay que distinguir, y más cuando el período de referencia es tan amplio como un año completo, entre suscripción y colocación, entendiendo por lo segundo el destino último o resultado, al finalizar el período, de todas las transacciones en valores realizadas durante el mismo, y cuya expresión más aproximada son las variaciones de cartera de los agentes en el transcurso del año. Es fácil de entender, además, que esa distinción formal corresponde a un contenido financiero también diferenciado. Pues bien, el cuadro VI-26 responde a un criterio mixto y pretende recoger, aun cuando con las deficiencias derivadas de la diferente valoración en las carteras donde los títulos son baja y donde son alta, los orígenes últimos de los flujos financieros que a través de las emisiones ha recibido el sector público.

En este sentido, hay que reseñar como el cuadro VI-26 recoge, para los años 1977 y 1978, una serie de movimientos de fondos realizados entre el

Banco de España, la banca privada y las cajas de ahorro que, si bien en un principio no comportaban una corriente de recursos hacia el sector público, iban a incidir posteriormente sobre el conjunto de las emisiones públicas y privadas. Dentro de ello hay que distinguir, por un lado, las consecuencias de las modificaciones del sistema de cómputo del coeficiente de inversión (1) y, por otro lado, la compra por parte del Banco de España de obligaciones INI a las cajas de ahorro en noviembre y diciembre de 1977 (véase informe de ese año, pág. 288 y 294) y enero de 1978 (2). El primer grupo de operaciones no afectó a las emisiones de 1977 y 1978, pero como se ha expuesto en el capítulo V, acabaría incidiendo sobre las emisiones de cédulas en 1979. Finalmente, la compra de obligaciones INI por parte del Banco de España (12,8 m.m. en enero de 1978) permitió, en su momento, la colocación, por igual cuantía, de obligaciones privadas al amparo del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorro.

Junto a la importante participación de las entidades no bancarias en la colocación de la deuda amortizable de la Administración Central emitida a condiciones de mercado, hay que destacar la cobertura, por aquel grupo de agentes (3), del 85 por 100 de la emisión de cédulas del Banco Hipotecario. Las obligaciones del INI fueron adquiridas, en su práctica totalidad, por las cajas de ahorro.

Finalmente, cabe esperar un nuevo aumento en 1979 de la participación de las entidades no bancarias en la colocación de las emisiones públicas, prosiguiendo la evolución registrada en los dos últimos años y en consonancia con los propósitos de liberalización del mercado de capitales. A ello va a contribuir, por otra parte, la importancia del volumen de emisiones previstas: unos 250 m.m., que, de acuerdo con la normativa vigente, no encontrará lugar en los coeficientes de inversión obligatoria del sistema bancario. En este sentido, el descenso del ritmo de reducción del coeficiente de fondos públicos de las cajas, dispuesto, por Orden del Ministerio de Economía de abril de 1979, sólo conseguirá aumentar la demanda de títulos por parte de las cajas, en el conjunto del año, en una cuantía aproximada de 35 m.m. Por tanto, resta aún una cifra importante de apelación el mercado (4), que supondrá una presión notable sobre el mismo.

(1) Véase Anexo legislativo de este informe y del correspondiente a 1977.

(2) Véase este capítulo epígrafe 1.3.

(3) Incluyendo la Seguridad Social.

(4) La demanda de cédulas por parte del sistema bancario se estima en torno a 145 m.m.

2.3. Emisiones del sector privado

Por segundo año consecutivo se redujo, en 1978, el volumen de fondos captado por los emisores privados en el mercado de capitales. En ese año, el recurso al mercado en términos netos (1) descendió, en efecto, a 244 m.m., registrando una reducción del 7,5 % respecto al año precedente.

CUADRO VI-28

Emisiones privadas (a)

m.m.

	1975	1976	1977	1978
Emisiones totales	303,6	361,1	337,4	344,9
Renta fija bruta	149,9	191,9	193,5	155,7
Renta variable	153,7	169,2	143,9	189,2
Sociedades financieras (brutas)	98,7	106,9	68,3	63,1
Sociedades no financieras (brutas)	204,9	254,2	269,1	280,8
Emisiones con aportación de fondos	303,2	322,0	264,2	244,4
Sociedades financieras (netas)	102,2	96,5	48,8	39,7
Bonos de caja brutos	49,8	54,5	42,8	35,7
Bonos de caja netos	54,9	44,2	23,6	12,3
Acciones	47,3	53,4	25,2	27,7
Participaciones en fondos de inversión (netas)	—	-1,1	—	-0,3
Sociedades no financieras	201,0	225,5	215,4	204,7
Renta fija bruta	100,1	137,4	150,7	120,0
Acciones	100,9	88,1	64,7	84,7
Emisiones sin aportación de fondos	5,5	28,8	54,0	77,1
Sociedades financieras	1,6	0,1	0,3	1,0
Sociedades no financieras	3,9	28,7	53,7	76,1

FUENTE: Banco de España.

(a) Emisiones autorizadas (obligaciones) o anunciadas (acciones, excepto las bancarias, que son datos de sus balances). Valores nominales.

Las dificultades registradas en el mercado de crédito bancario y la necesidad, sentida por diversos sectores, de sanear su estructura financiera harían, en principio, pensar en un aumento de la apelación del sector privado al mercado de emisiones. Sin embargo, la debilidad manifestada por la oferta de fondos y el aumento del recurso al mercado por parte del

(1) Las obligaciones privadas no bancarias en términos brutos. Las amortizaciones de obligaciones en 1978 pueden estimarse entre 40 y 50 m.m. y entre 35 y 45 m.m. en 1977.

sector público, con las tensiones consiguientemente registradas en el fragmento libre del mercado, contribuyeron, sin duda, a disuadir aquella demanda potencial de fondos, dando lugar al referido descenso de las emisiones.

La apreciación más detallada de la evolución del mercado de emisiones exige una desagregación por grupos de emisores. En primer lugar, es necesario separar las sociedades financieras de las que no tienen este carácter porque, en función de las fuentes alternativas de financiación de cada uno de esos grupos, su comportamiento en este mercado será muy distinto. En segundo lugar, dentro de las financieras, conviene distinguir, a su vez, las sociedades de inversión mobiliaria, quienes, por la composición de su activo, están más ligadas a la evolución de las no financieras y de los mercados secundarios de títulos valores que las entidades bancarias y de seguros.

Las sociedades de inversión, cuya creación durante el anterior período de expansión bursátil tuvo el carácter de una verdadera explosión, han ido perdiendo importancia como emisores desde que, en 1974, se interrumpiera aquel período de expansión, habiendo llegado al final a desaparecer prácticamente del mercado de emisiones. Ese proceso se ha reflejado sobre el volumen de emisiones netas de las sociedades financieras que han decrecido paulatinamente desde 164,6 m.m. en 1974, hasta los 39,7 m.m. registrados en 1978.

La crisis económica y su reflejo en bolsa, no sólo acabaron con la creación de sociedades de inversión sino que redujeron de forma importante las posibilidades y el interés de emitir acciones. Esta circunstancia, que evidentemente afecta de modo más grave a las sociedades no financieras, también tuvo efectos sobre las entidades bancarias y de seguros, como puede apreciarse en el cuadro VI-29. No obstante, la necesidad de disponer de fondos propios en la medida adecuada a los coeficientes de garantía o para hacer frente a la expansión geográfica de las entidades genera una demanda permanente de fondos a través de emisiones de acciones.

Las emisiones de renta fija de estas sociedades, que de hecho se reducen a los bonos de caja de los bancos industriales, experimentaron igualmente (ver cuadros VI-28 y VI-29) una acusada reducción en los mismos años, desde 35,8 m.m. en términos netos en 1974 hasta 12,3 m.m. en 1978. En este caso, hay que buscar las razones del proceso en la conjunción de dos circunstancias. Por un lado, el aumento de la preferencia del público por las posiciones a corto plazo, anteriormente comentado, obligaría a situar el tipo de interés de los bonos muy por encima del tipo medio esperado por

Distribución de las emisiones brutas por sectores

mm.

	1975			1976			1977			1978		
	Obliga- ciones	Accio- nes	Total	Obliga- ciones	Accio- nes	Total	Obliga- ciones	Accio- nes	Total	Obliga- ciones	Accio- nes (a)	Total
Servicios públicos	64,7	47,8	112,5	82,1	53,5	135,6	82,4	40,4	122,8	98,6	52,4	151,0
Agua, gas y electricidad	30,6	25,8	56,4	39,9	41,3	81,2	56,0	19,1	75,1	76,6	33,5	110,1
Teléfonos	20,0	20,5	40,5	22,0	10,3	32,4	15,0	10,1	25,1	22,0	13,9	35,9
Autopistas	14,0	—	14,0	18,2	—	18,2	10,6	—	10,6	—	0,7	0,7
Otros	—	1,5	1,5	2,0	1,9	3,9	0,8	11,2	12,0	—	4,4	4,4
Otros servicios	4,0	5,9	9,9	4,4	3,0	7,4	0,5	1,2	1,7	7,7	2,3	10,0
Empresas industriales	23,6	27,8	51,4	44,0	18,9	62,9	57,6	16,2	73,8	8,3	21,5	29,8
Químicas, textiles	7,0	13,1	20,1	17,9	9,4	27,3	23,7	8,6	32,3	4,1	6,4	10,5
Metalúrgicas y automóviles	10,4	7,5	17,9	17,3	5,4	22,7	28,2	5,5	33,7	3,2	11,6	14,8
Cemento y materiales de construcción	5,0	1,6	6,6	2,8	1,8	4,6	3,0	1,3	4,3	—	1,8	1,8
Otras	1,2	5,6	6,8	6,0	2,3	8,3	2,7	0,8	3,5	1,0	1,7	2,8
Construcción e inmobiliarias	7,1	8,6	15,7	6,1	5,0	11,0	7,1	2,6	9,7	4,6	3,3	7,9
Varios	1,2	0,5	1,7	0,7	7,7	8,4	3,0	4,3	7,3	0,7	5,3	6,0
Total no financieras	100,6	90,6	191,2	137,3	88,1	225,3	150,6	64,7	215,3	120,0	84,7	204,7
Bancos	49,8	39,3	89,1	54,5	50,3	104,8	42,8	24,0	66,8	35,7	26,7	62,4
Inversión mobiliaria	—	17,8	17,8	—	2,4	2,4	—	0,5	0,5	—	0,1	0,1
Seguros	—	2,7	2,7	—	0,6	0,6	—	0,7	0,7	—	0,9	0,9
Total financieras	49,9	59,8	109,6	54,5	53,3	107,8	42,8	25,2	68,0	35,7	27,7	63,4
TOTAL GENERAL	150,4	150,4	300,8	191,8	141,4	333,2	193,4	89,9	283,8	155,6	112,4	268,0

FUENTE: Banco de España.

(a) Con aportación de fondos.

los bancos durante la vida de aquellos, y si se pretende dotarlos de una liquidez elevada, como sucede frecuentemente, habría que añadir al coste de los recursos el derivado de una gestión más complicada que la de los depósitos, con lo que, en definitiva, aquella forma de captación de recursos se ha tornado más costosa que estos últimos. Por otro lado, cuando los bancos industriales veían limitado a tres el número de sus oficinas, los bonos de caja constituían un medio importante (diríase que único) de captación de recursos que les permitía superar los problemas derivados de su localización geográfica; sin embargo, esta circunstancia desapareció cuando, dentro de la tendencia a borrar las diferencias que la legislación de 1963 marcó entre bancos industriales y comerciales, se suprimió aquella limitación. Así, los bancos industriales gozan hoy de mayor capacidad para competir en el mercado de depósitos, habiendo intensificado la utilización de este medio de captación de recursos.

Apenas merecen una referencia los fondos de inversión cuyo estancamiento o decadencia como forma de colocación del ahorro se arrastra desde la crisis bursátil que siguió a la expansión de la segunda mitad de la década de los sesenta.

Las sociedades no financieras presentaron, por su parte, un panorama más variado. En 1978 obtuvieron, en términos brutos, un total de 204,7 m.m., de los que 84,7 m.m. lo fueron a través de emisiones de renta variable. Estas cifras suponen una reducción del 5 % para el total respecto a 1977 y un aumento del 31 % para las acciones. Este aumento hay que atribuirlo probablemente a la necesidad que las empresas tienen de restablecer sus relaciones de endeudamiento respecto a fondos propios, lo que debe ser particularmente cierto para las grandes emisoras de renta fija. En favor de esta aseveración debe reseñarse que la situación de las cotizaciones forzó a liberar una parte considerable del nominal de la acción, lo que, unido a la política de dividendos, frecuentemente observada, de mantenimiento del mismo respecto al valor nominal de la acción, representó una elevación del coste de los recursos así obtenido hasta unas cotas incluso más elevadas que las de la renta fija. De hecho, los 84,7 m.m. obtenidos del mercado por acciones vinieron acompañados de acciones liberadas por un valor nominal casi igual. En consecuencia, la relación nominal emitido total a fondos captados alcanzó un valor de 1,90, culminando, por el momento, una evolución que desde 1975 a 1977 pasó de 1,04 a 1,83.

La argumentación que precede es especialmente aplicable al caso de las empresas productoras de electricidad y en menor medida a la Cía. Telefónica, que son, por otra parte, las únicas empresas cuyas obligaciones son

Emisiones brutas de obligaciones privadas no bancarias

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Cifras absolutas en m.m.								
Electricidad, agua y gas	15,9	18,3	18,7	24,8	30,6	39,9	54,7	76,4
Telefónica	9,5	11,5	13,0	16,0	20,0	22,0	15,0	22,0
Subtotal	25,4	29,8	31,7	40,8	50,6	61,9	69,7	98,4
Resto	15,6	18,9	33,0	34,9	50,0	75,4	69,5	21,6
TOTAL	41,0	48,7	64,7	75,7	100,6	137,3	139,2	120,0
Porcentajes								
Electricidad, agua y gas	38,8	37,6	28,9	32,8	30,4	29,1	39,3	63,7
Telefónica	23,2	23,6	20,1	21,1	19,9	16,0	10,8	18,3
Subtotal	62,0	61,2	49,0	53,9	50,3	45,1	50,1	82,0
Resto	38,0	38,8	51,0	46,1	49,7	54,9	49,9	18,0
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: Ministerio de Economía y Banco de España.

automáticamente computables para el coeficiente de fondos públicos de las Cajas de Ahorros. Estas empresas mantienen programas de inversiones a largo plazo no ligados a la evolución de la coyuntura de modo directo e inmediato, para cuya financiación dependen vitalmente de la captación de fondos en el mercado. El de valores se acomoda especialmente bien a las características de la inversión, puesto que los plazos son más largos que los que rigen en el mercado de créditos y los tipos de interés inferiores. Así pues, las compañías eléctricas y la Telefónica emitieron en 1978 el 82 % del total bruto de renta fija privada, excluidos los bonos de caja. En términos absolutos sumaron 98,4 m.m., con incremento del 41,2 % sobre la cifra de 1977, mientras el total emitido en el mercado experimentó una disminución del 13,8 % (ver cuadros VI-29 y VI-30).

Para poder mantener el ritmo de captación de recursos mediante la emisión de obligaciones fue necesario que expansionaran también sus fondos propios y tal cosa sólo pudo realizarse, en la medida necesaria, ampliando capital. Según datos de la Bolsa de Madrid, sobre un total de 143,2 m.m.

de pesetas nominales emitidos en acciones por empresas no financieras cotizadas en la misma, 96,8 m.m. (el 67,6 %) correspondieron al grupo eléctrico más Telefónica. Dado el nivel de cotizaciones de las acciones de ambos, las ampliaciones de capital sólo encontraron colocación liberando una parte, que para Telefónica ascendió en 1978 al 30 % y para las eléctricas, como media, al 54,2 %. El resultado fue que para estas últimas la relación nominal emitido-fondos captados se elevó hasta 2,18, atendiendo a los datos de emisiones de la citada fuente.

El otro aspecto destacable de la información del cuadro VI-30 es la progresiva y rápida reducción, en los dos últimos años, de la parte del mercado de renta fija captada por el resto de empresas emisoras, que quedó reducida a menos de una tercera parte. Este hecho arroja luz, desde un nuevo ángulo, sobre el problema de las dificultades de financiación experimentadas por las empresas no financieras que carecieran de acceso a los circuitos privilegiados.

CUADRO VI-31

Evolución de los tipos de interés de las obligaciones privadas: 1978

Porcentajes

	Neto nominal a la emisión			Rendimiento interno (b) Media simple	
	Máximo	Mínimo	Medio (a) ponderado	Serie original	Media móvil de tres meses
Enero	12,00	9,00	11,99	11,14	11,19
Febrero	14,50	12,00	12,24	11,37	11,29
Marzo	13,50	8,00	11,58	11,36	11,39
I TR	14,50	8,00	11,87	11,29	
Abril	13,50	12,00	12,22	11,44	11,38
Mayo	13,00	12,00	12,28	11,32	11,38
Junio	11,50	9,00	11,32	11,37	11,39
II TR	13,50	9,00	12,04	11,38	
Julio	13,55	9,12	11,94	11,48	11,45
Agosto	—	—	—	11,51	11,47
Septiembre	12,00	10,86	12,99	11,43	11,50
III TR	13,55	9,12	11,96	11,47	
Octubre	13,00	12,00	12,03	11,57	11,55
Noviembre	13,00	7,00	11,26	11,66	11,65
Diciembre	12,00	8,36	11,48	11,72	11,74
IV TR	13,00	7,00	11,73	11,65	

FUENTE: Ministerio de Economía y Banco de España.

(a) Ponderación: nominal emitido a cada tipo en relación al nominal total.

(b) De emisiones con vencimiento medio igual o superior a 84 meses. Los datos del trimestre son la media simple de los tres meses que lo componen. La media móvil de tres meses se atribuye al mes central.

Algunas empresas prefirieron financiarse emitiendo obligaciones en el exterior a tipos de interés muy ventajosos respecto a los del mercado español. En el mercado de obligaciones, en efecto, los tipos para emisores españoles estuvieron, según la moneda en que se denominasen, entre el 6,5 y el 8 %, la mitad o poco más de los tipos vigentes en España. Esta es, desde luego, la razón que justifica la ausencia de las autopistas del mercado de renta fija español. En 1978, esas sociedades cubrieron enteramente sus necesidades en el mercado exterior, amparándose en la privilegiada autorización concedida por el Real Decreto 1722/1978, de 23 de junio.

En cuanto a la evolución de las **condiciones de emisión** en el mercado de renta fija, a lo largo de 1978, hay que destacar la elevación del coste de financiarse en el mismo, el relativo aumento de los plazos de amortización y la práctica desaparición de las emisiones convertibles en acciones. En relación al primero de los puntos señalados hay que decir que el cuadro VI-31 no permite hacerse una idea muy clara del coste de los recursos, toda vez que entre las obligaciones no computables para el coeficiente de inversión de las cajas de ahorro se cuentan un número considerable de emisiones de entidades benéficas o similares, cuyos tipos de interés son casi simbólicos. Además, al no disponer de datos de colocación, cuya importancia quedó demostrada cuando excepcionalmente estuvieron disponibles, la atribución temporal de los tipos hace referencia no a la suscripción efectiva de los títulos, sino a la apertura del período de suscripción. Todo ello da lugar a que el movimiento de los tipos, que para el mercado secundario recoge claramente el rendimiento interno de obligaciones, quede oscurecido para el mercado primario. Por otro lado, el gráfico VI-3, que recoge la evolución de la media simple del rendimiento interno de obligaciones a largo plazo (1), muestra palmariamente la existencia de una separación entre los rendimientos de obligaciones de eléctricas y no eléctricas con ventaja a favor de las segundas (2), y aquí se sustenta la idea de que igual separación ocurre en el mercado primario, pero oscurecida en éste por la relativa abundancia de emisiones atípicas que se colocan privadamente.

En lo que respecta al plazo de las emisiones, durante 1978 se observó un aumento, en términos relativos, de las emisiones con vencimiento final a diez y hasta 15 años. El primero es el plazo al que emitieron todas las

(1) Con vida media, en la mayoría de los casos, superior a siete años.

(2) El tipo de rendimiento interno de las obligaciones eléctricas permaneció prácticamente estancado, mientras que el del resto registró un incremento situado en torno a 1,5 puntos.

eléctricas y algunas otras, y el segundo es el practicado por la Telefónica, entre otras.

Por otro lado, dada la situación del mercado secundario, la convertibilidad casi desapareció como operación financiera. En definitiva, la obligación convertible tuvo su razón de ser en los momentos de alza bursátil con cotizaciones por encima de la par, y más en una bolsa, como la española, en que la tendencia a emitir a la par priva a las empresas de parte de las ventajas de orden financiero derivadas de cotizar en bolsa (1).

Finalmente, la voluntad de ampliar el mercado de renta fija, incorporando al público en general, quedó manifiesta en el Real Decreto 1851/1978, de 10 de julio, en el que además de regularse aspectos administrativos de las emisiones de renta fija con fines estadísticos y de ordenación del mercado, se establecieron ciertos requisitos encaminados a facilitar el acceso del público a las emisiones de obligaciones. Para ello se creó una categoría de emisiones, las denominadas de «oferta pública», y se determinó que toda emisión que por sus circunstancias sea de «oferta pública» debe cumplir dos requisitos: primero, confeccionar un folleto de emisión en el que se comprenda la información necesaria para que el posible suscriptor conozca qué es lo que suscribe; segundo, respetar a partir de la fecha de lanzamiento un período de veinte días de «suscripción abierta», durante el cual, habrán de ser atendidas todas las peticiones de suscripción que provengan del público en general, siempre que se ajusten a las condiciones comprendidas en el folleto.

2.4. La colocación de las emisiones privadas

Al igual que sucede con las emisiones públicas, la colocación de las emisiones privadas, tal como se recogen en el cuadro VI-32 es una aproximación de carácter mixto entre los flujos financieros instrumentados mediante valores y clasificados según su origen, y entre los agentes financiadores de los emisores de títulos en el período considerado.

Esta combinación de criterios puede ocasionar alguna dificultad a la hora de interpretar el papel jugado por cada agente en el mercado de valores y en particular por los sectores agrupados en el resto del mercado y cuya

(1) Por otra parte, no hay que olvidar que la convertibilidad fue una fórmula utilizada para hacer frente al control legal de tipos y, al desaparecer éste, ha perdido sentido.

Colocación de las emisiones privadas

m.m.

	1975	1976	1977	1978
Acciones	148,2	140,4	89,9	112,1
Banca privada	50,4	46,0	23,4	35,0
Cajas de Ahorro	14,0	10,6	0,7	2,9
No residentes	13,3	8,8	23,8	49,8
Fondos de inversión	3,4	-1,4	-2,1	-5,5
Sociedades de inversión	32,8			
Seguridad Social	0,2	76,0 (a)	44,1 (a)	29,9 (a)
Resto	34,1			
Obligaciones (brutas)	100,1	137,4	150,7	120,0
Banca privada	0,7	2,3	0,6	1,5
Cajas de Ahorro	66,6	90,8	102,7	67,7
No residentes	0,3	-0,6	2,0	0,6
Sociedades de inversión	0,4			
Seguridad Social	-1,1	44,9 (a)	45,4 (a)	50,2 (a)
Resto	33,2			
Bonos de caja (netos)	54,9	44,2	23,6	12,3
Banca privada	0,6	5,4	2,4	3,7
Cajas de Ahorro	10,9	4,6	3,3	6,6
Sociedades de inversión	0,8			
Seguridad Social	0,3	34,2 (a)	17,9 (a)	2,0 (a)
Resto	42,3			

FUENTE: Banco de España.

(a) Corresponde a Sociedades de inversión + Seguridad Social + Resto

actuación resulta cuantificada por diferencia entre la emisión efectiva y el resultado de las actuaciones de los demás agentes. Todos los datos de éstos, excepto los de no residentes que provienen de la balanza de pagos, están calculados mediante variaciones de su cartera de valores, lo que inmediatamente plantea la pregunta de si la baja en la cartera del transmisor de unos valores es de la misma cuantía que el alza en la de quien los adquiere. Cualquier diferencia entre ambas partidas repercute en la absorción de emisiones atribuida al resto del mercado.

En el caso de las obligaciones, al hacer una valoración de la actuación del conjunto residual compuesto por sociedades de inversión, Seguridad Social y resto, es necesario tener en cuenta que los 120 m.m. de emisiones son brutas, de manera que el importe amortizado en el año (1) aparece automáticamente incrementado la participación de aquel conjunto, toda

(1) Ver nota de la página 14.

vez que las variaciones de cartera de los otros agentes son homogéneas con las emisiones netas, no con las brutas.

CUADRO VI-33

Demanda y oferta de valores computables de las Cajas de Ahorro

Demanda de Valores de las Cajas

m.m. y porcentajes

	Depósitos computables (a) 1	Cartera teórica (b)		Cartera efectiva		Exceso de cartera 6 = 4 - 2	Coeficiente	
		Saldo 2	Variación 3	Saldo 4	variación 5		Efectivo 7 = 4 : 1	Legal 8
1977								
Marzo	1.891,8	756,7	42,6	759,1	32,7	2,4	40,13	40,00
Junio	1.968,7	787,5	30,8	794,2	35,1	6,7	40,34	40,00
Septiembre	2.087,5	793,3	5,8	809,4	15,2	16,1	38,77	38,00
Diciembre	2.156,0	819,3	26,0	833,4	24,0	14,1	38,65	38,00
1978								
Marzo	2.265,1	843,7	24,4	858,6	25,2	14,9	37,91	37,25
Junio	2.362,1	862,2	18,5	874,2	15,6	12,0	37,01	36,50
Septiembre	2.520,5	901,1	38,9	903,9	29,7	2,8	35,86	35,75
Diciembre	2.594,1	907,9	6,8	914,7	10,8	6,8	35,26	35,00

Oferta de Valores a las Cajas

	Emisiones calificadas brutas			
	Total 9	Obligaciones computables (c) 10	Obligaciones INI 11	Cédulas hipotecarias 12
1977				
TR	47,6	44,2	2,2	1,2
II TR	43,3	35,1	6,8	1,4
III TR	27,9	25,8	1,7	0,4
IV TR	19,9	1,5	11,3	7,1
1978				
I TR	38,7	37,4	0,5	0,8
II TR	30,1	19,7	8,6	1,8
III TR	44,0	30,6	11,1	2,3
IV TR	15,7	10,7	5,0	—

FUENTE: Ministerio de Economía, INI, ICO, CECA y Banco de España.

(a) Son los existentes dos meses antes de la fecha de cómputo del coeficiente.

(b) 40 % de los depósitos computables hasta junio 1977, con posterioridad el 38 %. A partir de enero de 1978 y hasta abril de 1983, el coeficiente desciende a razón de 0,25 puntos cada mes a tenor de lo dispuesto en la Orden del Ministerio de Economía de 23 de julio de 1977.

(c) Calificados por la Junta de Inversiones. A partir de su supresión (R. D. 2227/1977 de 29 de julio, en vigor desde el 20 de septiembre) las emisiones de empresas eléctricas y de la Cía. Telefónica Nacional de España, además de las del INI, las de corporaciones locales y las cédulas hipotecarias emitidas al amparo del Decreto-Ley 13/75, e 17 de noviembre.

Hechas, en fin, estas salvedades, puede afirmarse que durante 1978 se acentuaron los rasgos observados el año anterior en la absorción de emisiones. El primero de estos rasgos fue el aumento, importantísimo tanto en términos absolutos como relativos, que tuvo la participación de los no residentes en el volumen de nuevos fondos llegados al mercado de acciones, hasta el punto de proporcionar, aproximadamente, un 20 % del total frente a un 10 % en 1977 (1). Tal entrada de fondos vino impulsada en buena medida por la evolución de los cambios y sobre todo por el diferencial entre los tipos de interés españoles y los internacionales. Un segundo rasgo destacable es la reducción del papel de las Cajas de Ahorro en el mercado de obligaciones, aunque continuaron siendo, con gran diferencia, el comprador más importante. En 1978, en efecto, incrementaron su cartera de obligaciones en 67,7 m.m., incremento que es inferior al registrado el año anterior en un 34,1 %. Este menor incremento debe atribuirse fundamentalmente al efecto ejercido por la reducción del coeficiente de fondos públicos de estas entidades, que cayó desde el 38 %, en diciembre de 1977, hasta el 35 % de finales de 1978 (ver cuadro VI-33) (2). Esos tres puntos de diferencia aplicados al volumen de pasivos computables de diciembre de 1978, significan que las cajas se vieron liberadas de la obligación legal de adquirir valores computables por importe de 76,8 m.m., es decir, una cantidad aproximadamente igual al conjunto de valores privados adquiridos por las mismas durante ese año. Claro es que lo revelador desde la perspectiva de la estructura y el funcionamiento del mercado de valores es que la disminución del coeficiente se tradujo en una disminución del volumen de fondos llegados a dicho mercado, porque no existe en la actualidad ninguna fuerza que desempeñe el papel de las cajas en condiciones libres o porque, existiendo, sólo está dispuesta a hacerlo en unas condiciones de tipo y plazo tales que retrae la demanda de fondos. De hecho, y este es otro rasgo común en los dos últimos años, desde 1976 se viene produciendo una reducción del volumen de fondos que llegan al mercado de emisiones desde los sectores que no son sistema crediticio o exterior, coincidiendo con la fuerte elevación de los tipos de los depósitos a plazo, que ha ido reduciendo la diferencia con los tipos de rendimiento de las obligaciones. Puede, incluso, aventurarse, por otra parte, que la reducción del volumen proporcionado por el resto de mercado habrá sido proporcionalmente más

(1) En el mercado de acciones, proporcionaron el 44,4 por 100 en 1978 frente al 26,5 por 100 en 1977 y el 6,3 por 100 en 1976.

(2) En relación con el cuadro VI-33, conviene señalar la compra por el Banco de España de 12,8 m.m. de Obligaciones INI, llevada a cabo en enero de 1978, que permitió a las cajas comprar otros valores computables por igual cuantía. Así, en el primer trimestre de 1978 la situación del mercado fue equilibrada, en contra de lo que se deduce de la lectura directa del cuadro.

intensa en la aportación de fondos del sector economías domésticas y empresas no financieras, ya que en los totales anuales consignados figuran incluidas las compañías de seguros, que están sometidas a coeficientes, aunque no tan estrechos en la gama de activos para su cumplimiento como las Cajas de Ahorros, y en las que las partidas que sirven de base al cálculo del coeficiente parece que crecieron notablemente en el período. Finalmente, también puede deducirse que no residentes y residentes tuvieron en general, durante 1978, unas expectativas distintas sobre la evolución del mercado de valores, y mientras los primeros aportaron un volumen de fondos sin precedentes al mercado de acciones, los segundos todavía continuaron el proceso de desinversión en valores, aún cuando los adquirieran de nueva creación en las emisiones. De hecho, el porcentaje de las acciones, dentro del total suscrito por entidades domésticas no bancarias, ha descendido desde 48,5 % en 1975 y 1976, hasta 39,9 % en 1977 y 28,1 % en 1978.

2.5. El mercado secundario de valores

Dentro de un tono bajista, el mercado bursátil se mostró más moderado en 1978 que durante el año precedente (véase cuadro VI-34). Así, el índice de cotización de acciones de la Bolsa de Madrid registró una baja del 10 % frente al casi 33 % de 1977. Todos los corros bursátiles, sin excepción, mejoraron la evolución registrada en 1977, y los bancos llegaron incluso a terminar por encima del nivel de diciembre anterior (1,82 % los comerciales y 6,21 % los industriales).

CUADRO VI-34

Índice de cotización de acciones

Porcentajes

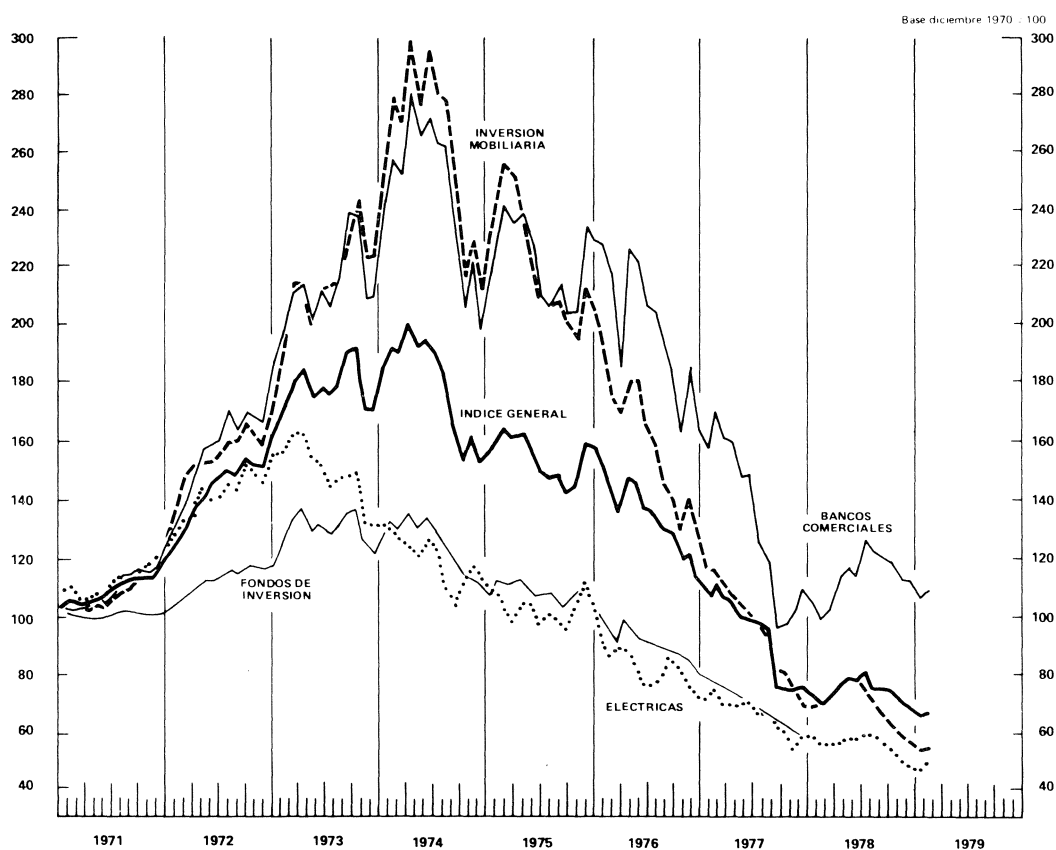
	Índice a diciembre 1978 (Base diciembre 1970 = 100)	Variación (diciembre s/diciembre)	
		1977	1978
General	68,4	-32,71	-10,59
Bancos comerciales	111,9	-33,51	1,82
Bancos industriales	90,6	-38,53	6,21
Eléctricas	48,6	-18,42	-18,18
Alimentación	39,0	-34,92	-19,59
Construcción	75,1	-40,32	-15,86
Inversión mobiliaria	57,6	-46,34	-21,53
Mineras y siderometalúrgicas	34,9	-34,37	-23,71
Monopolios	61,3	-26,11	-22,19
Químicas y textiles	52,9	-40,13	-30,21
Varios	47,9	-36,72	-26,53

FUENTE: Bolsa de Madrid y Banco de España.

En el transcurso del año pueden distinguirse dos períodos. Uno que comenzó, con un bache, en enero y febrero y acabó en julio con una apreciación del índice de aproximadamente el 5 por 100 respecto a diciembre de 1977, y un segundo período en el que se reanudó la caída de cotizaciones, prolongándose hasta febrero de 1979 (véase gráfico VI-2).

GRAFICO VI-2

Cotización de acciones. Bolsa de Madrid



Ciertamente, son varias las fuerzas que pudieron influir en sentido opuesto sobre el mercado, siendo impreciso y variable el peso relativo y el esquema temporal de esas influencias. Entre las más fácilmente identificables se encuentra la política monetaria y, con ella, la evolución de los tipos de rendimiento de colocaciones alternativas a los títulos valores. Para el conjunto del año, aquella, como ya se ha expuesto repetidamente, tuvo un

carácter restrictivo que debió incidir negativamente sobre la evolución de las cotizaciones; no obstante, como se expuso en el capítulo V, llegaron a distinguirse dos grandes subperíodos que coinciden prácticamente, aunque con signos cambiados, con los definidos para la cotización de las acciones. La política monetaria y, más en concreto, la evolución de los tipos de interés pudieron ejercer un papel importante en el descenso registrado en la segunda mitad de 1977 y en el conjunto de 1978. Sin embargo, no fue ésta la única fuerza operante y, desde luego, no puede decirse que fuera la que explicase, fundamentalmente, el descenso registrado en el año 1976 y primera mitad de 1977. De ahí que haya que pensar en la desaparición o moderación en 1978 de algunas fuerzas bajistas operantes anteriormente. Entre estas pueden hallarse, y no por orden de importancia, los buenos resultados registrados en la lucha contra la inflación y la mejora de la balanza de pagos, que deben haber contribuido a reducir las presiones bajistas motivadas por la expectativa de una política estabilizadora, que tanto peso debió tener en la primera mitad de 1977. Por otro lado, la entrada de fondos procedentes del exterior, aún cuando ejerciera fundamentalmente una influencia directa sobre el mercado de emisiones, debió contribuir también al tono de moderación antes descrito. En relación con el perfil temporal de estas fuerzas, conviene reseñar cómo en el primer trimestre del año, coincidiendo con una clara distensión del mercado monetario, se registró un descenso del 6,9 % en el índice de Madrid; en este período no se percibían aún las ganancias obtenidas en la lucha contra la inflación y el desequilibrio exterior, y el ritmo de activi-

CUADRO VI-35

Artículos de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre, que afectan al mercado de valores

	Materia
ARTICULOS: 10 12 15 17 20 21 26 27 29.f) 2.º) 29.j) 34.7) 36	Retenciones a cuenta. Imputación de rendimientos a socios, comuneros, etc. Rendimientos del capital. Rendimientos del capital mobiliario. Variaciones del patrimonio (especialmente art. 20.8). Compensación de pérdidas. Imputación temporal de ingresos y gastos. Variaciones de patrimonio e ingresos superior al año. Deducciones en la cuota por inversiones en valores. Deducción interés de préstamos para adquirir acciones de la empresa en que se trabaja. Obligaciones para cumplimiento del art. 12. Retención en la fuente, a cuenta, sobre ingresos de trabajo personal y capital mobiliario con devolución en su caso tras la liquidación final.

dad productiva parecía experimentar un retroceso notable. A medida que aquellos factores fueron poniéndose de manifiesto, contribuyeron a poner fondo a un descenso que, por otro lado, se ha hecho muy profundo a lo largo de varios años de crisis. Otros factores tales como el desarrollo del proceso de transición política, con sus efectos sobre el grado de incertidumbre y la apreciación del riesgo, debieron ejercer una influencia difícil de evaluar.

En la última parte de 1978 se produjo, por otra parte, una alteración importante del marco fiscal con la promulgación de la Ley 44/1978, de 8 de septiembre, que establece el nuevo impuesto sobre la renta de las personas físicas, a la que siguió la Ley 61/1978, de 27 de diciembre con la regulación del impuesto sobre las sociedades. Su efecto sobre la evolución del mercado bursátil es difícil de precisar, porque el breve tiempo transcurrido desde que se inició su aplicación no permite determinar cuál de los posibles efectos predomina. En efecto, numerosos artículos de la nueva ley afectan de modo directo al mercado de valores (ver cuadro VI-35) y no todos en el mismo sentido. Además, casi todas las modificaciones ejercen su influencia en una sola vez, variando el nivel de cotizaciones en un sentido o en otro, pero sin que se pueda atribuir a las mismas, alzas o caídas posteriores del mercado.

Examinando otros aspectos de mercado de renta variable, se observa que la negociación efectiva se elevó moderadamente en 1978 después de la

CUADRO VI-36

Negociación de Valores en Bolsa

m.m. y porcentajes

	Nominal			Efectiva			Valor medio (a)		
	1976	1977	1978	1976	1977	1978 (b)	1976	1977	1978
Fondos públicos	8,6	9,7	12,0	10,2	10,6	12,2	118,9	108,5	102,0
Obligaciones	2,3	3,2	2,6	1,9	3,7	2,0	82,0	113,2	77,2
Bonos de caja (b)	21,3	31,2	43,1	21,3	31,3	45,4	100,2	100,4	105,3
Acciones	50,2	33,6	48,1	146,8	68,6	75,7	292,6	204,4	157,4
TOTAL	82,3	77,8	148,9	180,3	114,2	180,7	—	—	—

FUENTE: Ministerio de Economía y Banco de España.

(a) Valor efectivo sobre valor nominal. Calculado antes del redondeo.

(b) La negociación nominal de bonos de caja de 1977 y 1978 es estimada. Otro tanto sucede con la negociación efectiva en 1978.

drástica reducción acaecida el año precedente. La negociación nominal lo hizo más intensamente y el índice de negociación nominal/nominal admitido a cotización, pasó de 2,11 % en 1977 a 2,79 % en 1978.

CUADRO VI-37

Número de emisiones de acciones realizadas en la Bolsa de Madrid

	A la par	Liberadas			Con prima	Total
		Total	Totalmente	Parcialmente		
1974	141	57	30	27	39	237
1975	163	51	41	10	21	235
1976	75	134	42	92	22	231
1977	32	54	20	34	9	95
1978	27	79	15	64	4	110

FUENTE: Bolsa de Madrid y Banco de España.

Otros aspectos más sustantivos tales como las emisiones realizadas por empresas cotizadas —en cuanto indicador de la incidencia financiera de la bolsa—, no son alentadores (ver cuadro VI-37). Aunque en 1978 se elevó el número de emisiones realizadas por empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid, las realizadas a la par o con prima disminuyeron y, por el contrario, aumentaron las liberadas parcialmente. Además, para las empresas cotizadas la relación fondos captados por emisión de acciones en relación al nominal total emitido descendió del 51,5 % en 1977 al 49,8 % en 1978. Esta relación era del 72,6 % en 1976 y del 94 % en 1973.

En otro orden de cosas, llama la atención el escaso reflejo que pudo tener, sobre la negociación en bolsa, el importante volumen de fondos empleados en compras netas de valores por los no residentes, según datos de la balanza de pagos. Las compras netas de acciones, que ascendieron a casi 50 m.m., sólo en una mínima proporción pasaron a través de las bolsas. La Bolsa de Madrid, en efecto, ha informado que las compras de valores mobiliarios por extranjeros en la misma ascendieron en 1978 a 2,5 m.m., lo que, en principio, abre un serio interrogante sobre la vía por la que se lleva a cabo la inversión extranjera en valores, especialmente la inversión en

cartera. No obstante, cualquier interpretación debiera estar rodeada de las cautelas impuestas por las deficiencias estadísticas de esas series ya comentadas en anteriores informes.

Junto a la influencia que la evolución del mercado secundario haya podido ejercer sobre las decisiones de inversión en capital fijo y sobre las emisiones de nuevos títulos, existe otro aspecto de gran importancia, al menos potencial, como es la repercusión que la pérdida de capital experimentada en el mercado bursátil de renta variable haya podido tener sobre los propietarios de acciones y sus decisiones de gasto. Para hacer una aproximación al orden de magnitud del problema baste señalar que el índice de cotización de acciones de la Bolsa de Madrid registró una pérdida nominal del 60 % entre diciembre de 1973 y el mismo mes de 1978, a la que habrá que añadir la pérdida de valor del dinero en el mismo lapso de tiempo. ¿En cuánto puede cuantificarse la pérdida? Según datos de la Bolsa de Madrid, entre las fechas indicadas el valor efectivo del capital en acciones admitido a cotización se redujo en 508,1 m.m., pero además, en ese tiempo, las emisiones con aportación de fondos de empresas cotizadas ascendieron a 475,5 m.m. en pesetas de cada año. Esta pérdida enorme que equivale aproximadamente a un tercio del ahorro neto de las familias en el mismo período, por fuerza tiene que haber repercutido en el gasto de quienes la han soportado y haberles suscitado cierta prevención ante inversiones en esa clase de activos.

Pasando a analizar los otros mercados bursátiles de valores, se encuentra en el de fondos públicos del Estado una novedad a la que repetidamente se ha hecho referencia, por lo que aquí no se insistirá más sobre la misma. Esta novedad es el reforzamiento por el Banco de España de la actividad del mercado de la deuda pública amortizable emitida para el público en 1977 y en junio y noviembre de 1978. La intervención del Banco, cuyo carácter neutro de cara a las cotizaciones trata de lograrse no asumiendo generalmente un papel de protagonismo en la fijación de los cambios, contribuyó sin duda, a mantener las cifras de negociación en casi el mismo nivel registrado el año 1977. En la Bolsa de Madrid, en efecto, donde se ha producido la casi totalidad de la negociación de estas deudas amortizables al 10,25 % y al 9,50 %, la negociación de deuda del estado en 1978, duplicó, con 6,8 m.m., la registrada en 1977, y las tres deudas amortizables citadas han supuesto el 35 % de la misma.

El mercado de renta fija privada, por su parte, no experimentó variación apreciable en ninguno de los dos submercados que lo integran, el de obligaciones y el de bonos de caja. El de obligaciones apenas registró actividad ni en volumen ni en frecuencia de cotización, ya que son raras

las emisiones que cotizaron más de una vez a la semana como media (1) y la contratación nominal en la Bolsa de Madrid apenas llegó al 0,2 % del nominal admitido a cotización. El mercado de bonos, por el contrario, fue el más activo de los mercados bursátiles. Se cuentan en el mismo varias emisiones que cotizaron diariamente y que tuvieron los volúmenes de contratación nominal más elevados de la Bolsa, incluida la renta variable. Sin embargo, hay que decir que el mercado de bonos está en su mayoría estrechamente controlado por los bancos emisores, directa o indirectamente, de manera que en la práctica estos títulos vienen a funcionar, en esos casos, como depósitos.

Estos rasgos del mercado de obligaciones, por otro lado, demuestran cómo un mercado primario mantenido coactivamente por coeficientes es estructuralmente muy débil y no puede generar normalmente un mercado secundario libre.

El tipo de rendimiento de las obligaciones en el mercado secundario se elevó aproximadamente medio punto a lo largo del año, de 11,14 % en enero a 11,72 % en diciembre, según indica la media simple de los rendimientos internos de una selección de valores a largo plazo (2) (ver gráfico VI-3). Ahora bien, existe una divergencia clara, que ha sido creciente a medida que transcurría 1978, entre el rendimiento interno de las obligaciones de empresas eléctricas y del resto de sociedades. Mientras aquéllas, partiendo de 10,66 % en enero, han terminado con 10,78 % en diciembre, éstas pasaron de 12,01 % a 13,42 % para los mismos meses.

Es cierto que en 1978 las eléctricas —cuyos títulos son computables en el coeficiente de fondos públicos de las Cajas— emitieron en el mercado primario al 12 % neto, mientras otras empresas de calidad cuyos títulos no tiene aquella condición de computable, emitieron un punto o dos, o incluso más, por encima de aquel tipo. Esta circunstancia inclina a pensar que la brecha en el rendimiento interno del mercado secundario obedece a la condición de computables o no de los títulos, pero no puede concluirse tal cosa con seguridad por dos razones. La primera es que ese comportamiento del mercado primario difícilmente se extendería al mercado secundario cuando en aquel no existiera problema para encontrar títulos con qué cubrir el coeficiente, sino todo lo contrario. La segunda es que la mayor parte de las emisiones no eléctricas, cuyos rendimientos

(1) Excepcionalmente y como consecuencia de una política deliberada, las obligaciones de SEAT han cotizado casi diariamente.

(2) Valores en su mayoría con vida media superior a siete años.

Rendimiento interno de obligaciones cotizadas. Media simple, tanto por ciento anual



internos se agrupan en la media correspondiente, son computables también por haber sido calificadas en su día. Por el momento no es posible establecer con seguridad una causa de tal comportamiento, porque la disparidad de las emisiones que las reducidas dimensiones del mercado obligan a meter en el mismo cesto no lo permite.

3. LA FINANCIACION EXTERIOR

En el cuadro VI-38 se muestra la evolución de la cuenta de capital de la balanza de pagos en España, utilizando unos criterios de presentación muy distintos a los seguidos en el capítulo III de este Informe, e incluso en los restantes epígrafes de este mismo capítulo. Así como en otros apartados de este Informe la agrupación por sectores de las distintas partidas atiende al primer receptor de los fondos exteriores, en el presente análisis se tendrá en cuenta el destinatario final de los mismos. En este sentido, el epígrafe que resulta afectado es el de «Instituciones bancarias», ya que los créditos interiores concedidos en moneda extranjera por la banca delegada son atribuidos a los sectores que, en última instancia, reciben esa financiación, en lugar de figurar formando parte de la posición exterior global de las entidades bancarias, como se hace en el resto de este Informe (1).

La razón fundamental para utilizar aquí unos criterios discordantes con los seguidos en este mismo capítulo puede decirse que en cierta medida es coyuntural, y, lo que es más, puede atenderse a ella gracias a haberse efectuado ya en el capítulo III la presentación que resulta coherente con la discusión de estos temas en el conjunto del Informe.

La presentación del cuadro VI-38 se considera que es útil para analizar la incidencia de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias en la segunda mitad de 1978, con el fin de obstaculizar el proceso de sustitución entre financiación interna y externa promovido por los fuertes diferenciales existentes entre un mercado y otro; proceso de sustitución que, como se ha expuesto anteriormente, perturbaba gravemente el desarrollo de la política monetaria elegida por las autoridades en función de los objetivos finales perseguidos.

Por lo que respecta al sector privado, ya se ha expuesto cómo esas medidas consistieron, fundamentalmente, en un endurecimiento de las condiciones exigidas para la autorización de préstamos financieros procedentes del exterior y, más en concreto, en un alargamiento de los plazos autorizados. Pues, bien, con respecto a los créditos concertados de acuerdo con la circular 9DE, en el estadio actual de la legislación de cambios, es el prestatario último, y no la banca, el que debe recibir la

(1) Téngase en cuenta que las series de crédito al sector privado, por parte del sistema crediticio, habitualmente utilizadas, incluyen las cifras de crédito en moneda extranjera, facilitado, al amparo de la circular 3DE, por la banca privada y que, como se recordará, en el primer epígrafe de este capítulo la posición exterior neta de la banca recibió la consideración de «fuente de fondos» de la misma.

La financiación exterior de la economía española

m. m.

	1976	1977			1978		
		I	II	Total	I	II	Total
SECTOR PRIVADO	141,5	72,0	158,5	230,5	74,9	116,9	191,8
1) Inversiones del exterior en España	26,1	16,7	31,1	47,8	35,0	57,0	92,0
En inmuebles	12,1	6,3	10,9	17,2	14,9	18,1	33,0
Resto	14,0	10,4	20,2	30,6	20,1	38,9	59,0
2) Créditos del exterior en España	147,7	63,6	137,2	200,8	62,3	74,9	137,2
Directos	99,3	61,4	84,4	145,2	88,6	32,2	120,8
A largo plazo	96,5	55,5	68,3	123,8	83,1	36,5	119,6
Comerciales	12,0	14,1	1,8	15,9	3,0	-5,5	-2,5
Financieros	84,5	41,4	66,5	107,9	80,1	42,0	122,1
A corto plazo	2,8	5,7	16,1	22,0	5,5	-4,3	1,2
Comerciales	4,1	2,4	7,4	9,8	10,0	0,5	10,5
Financieros y otros	-1,3	3,5	8,7	12,2	-4,5	-4,8	-9,3
A través 9 DE	48,4	2,2	52,8	55,0	-26,3	42,7	16,4
A largo	18,1	9,6	0,5	10,1	7,5	35,2	42,7
Comerciales	0,6	-0,2	0,6	0,4	-0,8	—	-0,8
Financieros	17,5	9,8	-0,1	9,7	8,3	35,2	43,5
A corto	30,3	-7,4	52,3	44,9	-33,8	7,5	-26,3
Comerciales	24,1	2,7	16,4	19,1	-24,6	38,7	14,1
Financieros	6,2	-10,1	35,9	25,8	-9,2	-31,2	-40,4
3) Inversiones y créditos de España en el exterior	-32,3	-8,3	-9,8	-18,1	-22,4	-15,0	-37,4
SECTOR PUBLICO	35,7	77,5	10,1	87,6	20,3	-45,4	-25,1
1) A largo plazo	39,8	78,7	10,1	88,8	22,7	-47,4	-24,7
Del exterior en España	43,9	79,9	9,4	89,3	33,0	-42,5	-9,5
Créditos directos	42,3	79,7	9,5	89,2	33,2	-42,2	-9,0
A través 9 DE	1,6	0,2	-0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,5
De España en el exterior	-4,1	-0,3	-0,2	-0,5	-10,3	-4,9	-15,2
2) A corto plazo	-4,1	-1,2	—	-1,2	-2,4	2,0	-0,4
«Leads y Lags»	24,5	-50,3	12,6	-37,7	21,0	-5,3	15,7
Instituciones bancarias	5,3	1,5	6,1	7,6	7,8	-17,3	-9,5
«Oil Facility»	5,9	—	—	—	-1,8	-3,4	-5,2
Variación de reservas centrales	65,3	101,0	-211,2	-110,2	-142,9	-146,8	-289,7
Partidas no clasificadas	9,1	-29,9	20,6	-9,3	36,7	-25,3	11,3
TOTAL (BALANZA POR CUENTA CORRIENTE)	-287,2	-171,8	3,3	-168,5	-16,0	126,6	110,6

FUENTE: Banco de España

autorización y, por otra parte, siendo aquél el que asume los riesgos cambiarios, es asimismo quien debe ponderar estos, junto con las condiciones de financiación externa e interna, al decidir el recurso al exterior. Por tanto, aún cuando la banca contribuya de modo importante dirigiendo a sus clientes hacia esa vía de obtención de fondos en función de sus posibilidades de otorgar créditos ordinarios en pesetas y facilitando la

operación, a la hora de analizar los controles administrativos sobre los movimientos de capital es preciso tener en cuenta que, en el caso de los referidos, dichos controles no se establecen directamente en forma de autorizaciones de endeudamiento exterior neto de la banca.

Según puede verse en el cuadro VI-38, la financiación que el resto del mundo facilitó a la economía española en 1978 sumó un valor neto de 155,6 m.m. frente a los 300,6 m.m. de 1977 y los 188,4 m.m. de 1976. Si a estas cifras perfectamente definidas en la balanza de pagos, se suman los créditos comerciales a corto plazo no identificados explícitamente en la balanza de pagos —para los que se ha realizado una estimación global—, la cuantía de la financiación exterior neta asciende de 180,1 m.m. en 1978 y a 262,9 y 212,9 m.m. en 1977 y 1976, respectivamente. Las cifras anuales de 1978 encubren, sin embargo, la existencia de un comportamiento muy distinto en la primera y la segunda mitad del pasado año, ya que, durante el primer semestre de 1978, el sector exterior facilitó fondos por valor de 127,6 m.m., cantidad muy superior a la registrada en el mismo período de 1977. El cambio sustancial que se verificó en esta tendencia durante los últimos meses de 1978 —promovido por la actuación de las autoridades monetarias, como ya ha habido ocasión de analizar en otros apartados de este Informe— fue el responsable de la caída que se produjo, para el conjunto de ese año, en el valor de la financiación neta recibida del exterior. Por otro lado, el diferente impacto de las medidas emprendidas para limitar el recurso a los mercados internacionales dio lugar a un comportamiento radicalmente distinto de los sectores privado y público de la economía española. En efecto, si nos atenemos únicamente a las operaciones registradas, mientras el recurso neto del primero ascendió a 191,8 m.m., el sector público redujo su endeudamiento exterior en 25,1 m.m. Esta disminución, como ya se ha dicho, fue debida a un cambio de actitud del sector público durante la segunda mitad de 1978, que se materializó tanto en la sustitución de financiación exterior por financiación interna, como en la amortización acelerada de determinados créditos exteriores. De este modo, frente a un recurso neto del sector público equivalente a 20,3 m.m. durante el primer semestre de 1978, en los seis meses finales de dicho año se produjo una salida neta por valor de 45,4 m.m. Por el contrario, el sector privado mantuvo a lo largo de todo el año pasado un fuerte recurso al endeudamiento exterior, dando origen a una entrada de fondos en su segunda mitad de 116,9 m.m., cantidad sensiblemente superior a los 74,9 m.m. registrados en el primer semestre.

No obstante, también en el comportamiento del sector privado pueden observarse diferencias de cierta significación entre la primera y la segunda parte de 1978 como reflejo de la política antes mencionada de las autori-

dades monetarias. Así, en el segundo semestre de dicho año el peso de las entradas netas de fondos se canalizó a través de inversiones en empresas, créditos financieros a largo plazo —tanto directos como concedidos por la banca delegada a través de la circular 9DE— y créditos comerciales a corto plazo obtenidos por medio de la mencionada circular. Por el contrario, los préstamos financieros a corto plazo —y, en especial, los concedidos en virtud de la circular 9DE— experimentaron un fuerte descenso en el segundo semestre de 1978, debido principalmente a la caída que se registró en los ingresos brutos durante dicho período. De todo ello parece desprenderse, en primer lugar, que las medidas disuasorias del endeudamiento exterior a corto plazo provocaron un desplazamiento de la demanda de crédito hacia plazos más dilatados, que pudo ser satisfecha con facilidad, merced a la abundancia de liquidez de los mercados internacionales de capital. En segundo lugar, que coincidiendo con el endurecimiento de los criterios de autorización de los préstamos financieros y, sobre todo, con el restablecimiento de las limitaciones a los depósitos en pesetas convertibles, registraron una cierta aceleración las inversiones del exterior. Por último, la escasez de liquidez hubo también de constituir un incentivo para acudir a la financiación en moneda extranjera de créditos comerciales que no están sometidos a autorización previa, recayendo, en consecuencia, el efecto de las medidas disuasorias antes referidas sobre los créditos financieros, para cuya concesión se necesita autorización del Banco de España, y en forma especial sobre los de plazo inferior a un año que fueron el objetivo primero de las mismas.

En definitiva, considerando el conjunto de su actuación a lo largo de 1978, el sector privado de la economía española recurrió a los mercados internacionales por un valor neto equivalente a 191,8 m.m. frente a los 230,5 m.m. de 1977 y los 141,5 m.m. de 1976. Dicha cifra se alcanzó mediante un fuerte incremento de inversiones, que compensó en parte la caída en términos netos de los préstamos y créditos concedidos a España desde el exterior —tanto directos como por intermedio de la 9DE y sobre todo en el renglón del corto plazo— y el aumento de los créditos —fundamentalmente comerciales— concedidos por España al exterior. Al descenso experimentado por las entradas netas contribuyó, por otro lado, la distensión registrada por los mercados financieros internos durante la primera mitad del año y, quizá en menor medida, las restricciones administrativas de la segunda.

El sector público, como ya se ha repetido en varias ocasiones, devolvió al exterior más fondos de los que percibió, lo cual se realizó tanto mediante un fuerte aumento de sus inversiones y préstamos en el exterior como a través de un menor recurso al crédito exterior y de una política de amorti-

zaciones adelantadas. El primer concepto representó en 1978 unas salidas netas de 15,2 m.m., frente a los 0,5 y 4,1 m.m. de 1977 y 1976, respectivamente, mientras que el segundo dio origen a que, en el primer año citado, las amortizaciones superasen en 9,5 m.m. de pesetas a los créditos recibidos, frente a unos ingresos netos de 89,3 m.m. en 1977 y de 43,9 m.m. en 1976.

Hay que señalar que a los efectos de este análisis se han considerado como formando parte del sector privado la RENFE, el INI y sus empresas, y los concesionarios de autopistas que, en conjunto, dieron lugar en 1978 a unas entradas netas de fondos de 18,1 m.m., de las cuales 14,8 corresponden al primer semestre del año y 3,3 m.m. de pesetas al segundo (1). En 1976 y 1977 dichas empresas recurrieron a la financiación externa por un equivalente a 33,2 m.m. y 32,5 en cada uno de los años respectivos.

Por lo que se refiere a los créditos comerciales a corto plazo no identificados (2) y a los desfases en los cobros y pagos exteriores, hay que decir que su estimación no pasa de ser aproximada, ya que se ha realizado exclusivamente en base a las cifras correspondientes al comercio de mercancías y los fletes y seguros relacionados con el mismo (3). Sin embargo, el resultado que arroja dicha estimación para 1978 resulta bastante consecuente con la evolución del tipo de cambio de la peseta. Así, de aceptar dichas cifras, durante el primer semestre de 1978 las expectativas de revaluación propiciadas por las fuertes entradas de divisas promovieron una aceleración de las entradas netas de créditos comerciales a corto no identificados, instrumentada mediante adelantos de cobros y retrasos de pagos. Así, en la primera mitad de 1978 aquella partida registró un aumento de 21 m.m.

En el segundo semestre tras la apreciación registrada por la peseta, se produjo un cambio de signo en aquellos movimientos, registrándose unas salidas de 5,3 m.m. con lo que para el conjunto de 1978 se produjeron

(1) Estas cifras incluyen el total de financiación neta a corto y largo plazo, recibida del exterior tanto en forma directa como por intermediación de la banca delegada. La referencia de estas empresas en el capítulo III comprendía únicamente el recurso neto efectuado en forma directa y por plazo superior a un año.

(2) La balanza de pagos sólo recoge los créditos comerciales a corto plazo que se realizan a través de la banca delegada por intermediación de la circular 9DE, no considerando los créditos de proveedor por plazo inferior al año que hasta el momento, por falta de una buena estimación, han venido figurando dentro del epígrafe residual de «Errores, omisiones, partidas no clasificadas y diferencias de valoración».

(3) El problema de la ausencia en esta estimación de algunas partidas importantes que pueden ser susceptibles, con relativa facilidad, de alteraciones en los plazos de cobros y pagos, como el turismo, se pone de manifiesto en las cifras semestrales del epígrafe residual «partidas no clasificadas y errores y omisiones» que registra unos valores muy elevados y de signo contrario, lo que parece indicar que dentro del mismo se recoge todavía parte del fenómeno que se está analizando.

unas entradas de 15,7 m.m. frente a unas salidas de 37,7 m.m. en 1977 y, unas entradas de 24,5 m.m. en 1976.

El epígrafe dedicado en este análisis a las instituciones bancarias no muestra cómo en el capítulo III la posición exterior neta de la banca frente a no residentes, ya que falta en esta presentación la parte más importante de la misma, que es la correspondiente a las operaciones realizadas al amparo de la circular 9-DE, cuyo saldo neto coincide con los préstamos interiores en moneda extranjera. Al haberse repartido el importe de estos últimos entre sus destinatarios finales —lo que por otro lado equivale, en cierto modo, a considerar a la banca delegada como si a estos efectos fuese extranjera— el contenido de este renglón se limita a recoger las variaciones de los saldos de pesetas en poder de no residentes y los cambios en la posición de divisas que la banca delegada posee por cuenta y a disposición del Banco de España. La evolución, a lo largo de 1978, de las cuentas en pesetas de no residentes y el impacto en las mismas de la orden de 21 de junio de 1978 ya ha sido comentada con extensión en otro lugar de este mismo capítulo. La posición en divisas de la banca delegada, por su parte, registró un aumento de 1,6 m.m. en 1978.

Para terminar, baste con señalar que, tras la amortización de una parte de los créditos concedidos por el F. M. I. al amparo del procedimiento conocido con el nombre de «oil facility», el conjunto de las operaciones exteriores de capital realizadas en 1978 unido al superávit que se registró por cuanta corriente dio lugar a un aumento en la cifra de reservas exteriores en poder del Banco de España de 289,7 m.m. de pesetas frente a un aumento de 171,4 m.m. en 1977 y una caída de 287,3 m.m. en 1976.

4. LA FINANCIACION DEL SECTOR PUBLICO

Durante 1978 el sector de Administraciones Públicas tuvo necesidad de captar, a través de operaciones financieras, un volumen muy elevado de fondos con que atender el déficit de las operaciones no financieras. A ello se añaden los recursos obtenidos del sistema crediticio por los organismos oficiales, configurando un sector público cuyos principales flujos de caja pretende recoger el cuadro VI-39. Es claro que, así definido, el sector público no coincide con el mismo agregado de la contabilidad nacional ni con el de las «Cuentas de las Administraciones Públicas» de los que también le separan otros aspectos metodológicos, pero es apropiado para valorar la actuación del sector desde el punto de vista de su incidencia en los mercados de capitales y en el proceso de creación monetaria.

Principales flujos financieros de las Administraciones Públicas e INI

m. m.

	1975	1976	1977	1978
Financiación neta	63,8	39,9	-12,9	175,9
Créditos y préstamos (neto) del sistema crediticio (a)	13,5	-18,4	-124,2	49,6 (a)
Crédito oficial	-79,0	-84,3	-97,2	-114,9
Dotaciones	-97,6	-115,1	-147,1	-149,7
Crédito S. Público	18,6	30,8	49,9	34,8
Adquisición valores	-1,8	2,2	-26,1	-30,0 (b)
Acciones	-10,6	-10,7	-24,6	-28,0 (b)
Otros privados	8,8	12,9	-1,0 (b)	-1,0 (b)
Públicos	—	—	-0,5 (b)	-1,0 (b)
Emissiones netas	62,1	128,3	131,0	176,5
Estado	44,4	109,5	108,7	156,9
INI	13,1	13,3	17,9	19,8
Otros	4,6	5,5	4,4	-0,2
Préstamos exteriores (neto)	11,1	40,9	86,7	-52,2
Créditos INI y Organismos Agrícolas asumidos por el Tesoro	4,2	1,8	-43,7	10,4
Recurso del Tesoro al Banco de España	58,5	42,7	67,9	136,5
Ajuste	-4,8	12,1	-6,9	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda, INI y Banco de España

- (a) A falta de los datos de la Seguridad Social para todos los años y del INI para 1978. Excluido el crédito oficial y el recurso del tesoro al Banco de España.
- (b) Estimación.

Los rasgos más destacables del conjunto de operaciones activas y pasivas del sector público así definido fueron los siguientes: en primer lugar, que la totalidad de la financiación del sector recayó sobre el interior, habiendo disminuido los préstamos exteriores en 52,2 m.m. en términos netos. Esta evolución se debió principalmente a la amortización anticipada de un préstamo por importe de mil millones de dólares realiza, en la segunda mitad del año, a la vista de la evolución de las reservas de divisas, y a la reducción, por debajo de la cifra prevista, del recurso a los mercados financieros exteriores.

En segundo lugar, las fuentes de financiación quedaron reducidas en la práctica al sistema crediticio. El recurso del Tesoro al Banco de España ascendió a 136,5 m.m., más del doble del recurso registrado en 1977, contribuyendo a ello, por importe de 73,1 m.m., la amortización del préstamo exterior citada anteriormente y, por valor de 37,7 m.m., la reducción del recurso previsto a los mercados extranjeros.

El otro gran caudal por el que fluyeron fondos hacia el sector público fueron las emisiones que, en términos netos, totalizaron 176,5 m.m., sin tener en cuenta las de bonos del Tesoro, cuya realización y funcionamiento los configuran como un instrumento del Banco de España para aplicación de la política monetaria y no como fuente de financiación de su emisor legal. Entre las emisiones hay que destacar las de cédulas para inversiones (125,1 m.m.), que aportan el grueso de los fondos con que el Tesoro dota al crédito oficial.

Queda finalmente, la variación del crédito neto que el sector público recibió de la banca privada, las cajas y el Banco de España, una vez excluido el recurso neto del Tesoro a este último. Este crédito neto ascendió en 1978 a 50 m.m., de los que más de la mitad (29,7 m.m.) corresponden a crédito del Banco de España a Organismos Oficiales. Conviene señalar, no obstante, que este crédito neto no siempre recoge un flujo de financiación hacia el sector público, en 1976 y 1977 fue en sentido contrario, y de hecho, generalmente resultaría negativo para el mismo si se englobase el crédito oficial con los otros componentes del sistema crediticio, porque las dotaciones siempre superan ampliamente al volumen de fondos que el sector público recupera de aquel en forma de créditos.

Las relaciones globales entre el sistema crediticio y el sector público en 1978 pueden resumirse como sigue:

Financiación neta al sector público

Por Sistema Crediticio	223,0
Por valores	151,8
Variación neta de la cartera de fondos públicos	152,3
— Compras de valores bancarios por el Sector Público .	0,5
Por créditos	71,2
Recurso del Tesoro al Banco de España	136,5
Crédito Oficial	— 114,9
— Dotación neta	(— 144,4)
Créditos al Sector Público	(29,5)
Otros créditos netos	49,6

En tercer lugar, conviene destacar el papel que el sector público viene desempeñando en la absorción de valores de renta variable a través principalmente del Estado y del INI. En 1978 estas compras deben haber alcanzado unos 28 m.m. de pesetas, repartiéndose aproximadamente por

igual entre adquisición por el Instituto de acciones de sus empresas y adquisición por el Estado de acciones de empresas en las que participa. El volumen de compras citado sitúa al sector público como el tercer comprador de acciones en orden de importancia en 1978 detrás de los no residentes y de la banca.

Para terminar, quizá convenga llamar la atención sobre el alcance o las limitaciones del cuadro VI-39 que sirve de base a este comentario. El cuadro no pretende recoger todos los flujos financieros, sino los más importantes entre los que pueden individualizarse, y si, desde luego, todas las relaciones entre el sector público y el sistema crediticio. Por consiguiente, la línea de financiación neta no pasa de ser el saldo neto de las operaciones detalladas, ya que, según ha quedado expuesto en el capítulo IV, el saldo de las operaciones financieras en los años que se examinan no sólo fue considerablemente más voluminoso que la partida de financiación neta, sino que algún año incluso resulta de signo opuesto al compatible con la misma.

Examinando el sector público en sentido amplio, el cuadro VI-40 permite centrar la atención sobre los mecanismos a través de los que el Estado financió el déficit de caja de sus operaciones no financieras en 1978, ya que, a diferencia de lo expuesto para el cuadro VI-39, el que ahora se comenta sí pretende abarcar la totalidad de las operaciones financieras del

CUADRO VI-40

Estado

Financiación de las operaciones no financieras

m.m.

	1975	1976	1977	1978
Financiación neta	5,7	-22,4	54,9	92,7
Crédito Oficial	-97,6	-114,0	-146,2	-144,4
Adquisición de valores	-5,0	-5,8	-9,7	-12,0 (a)
Acciones	-5,0	-5,8	-9,7	-12,0 (a)
Otros privados	—	—	—	—
Públicos	—	—	—	—
Emisiones netas	44,4	109,5	108,7	156,9
Cédulas para inversiones	51,8	114,9	96,3	125,1
Otras	-7,9	-9,3	18,6	31,8
Otros activos financieros (neto)	1,4	4,7	-5,7	-1,2
Préstamos exteriores (neto)	0,2	28,3	77,9	-53,5
Crédito INI y Organismos Agrícolas asumidos por el Tesoro	4,2	1,8	-43,7	10,4
Recurso del Tesoro al Banco de España	58,5	-42,7	67,9	136,5
Ajuste	-0,6	-4,2	5,7	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España

(a) Estimación.

Estado. En el cuadro se aprecian unas equivalencias entre flujos opuestos que son bastante esclarecedoras de los mecanismos de financiación del Estado.

Los fondos necesarios para cubrir el déficit de 92,7 m.m. de las operaciones no financieras, sean corrientes o de capital, más la reducción del préstamo exterior de mil millones de dólares al que antes se hizo referencia, los obtuvo el Tesoro básicamente recurriendo al Banco de España por importe de 136,5 m.m., toda vez que las emisiones arrojaron un volumen de financiación bastante próximo a la adquisición de valores mas las dotaciones netas al crédito oficial.

Las relaciones entre el Tesoro y el sistema crediticio en 1978 pueden resumirse como sigue:

Financiación neta al Tesoro por el sistema crediticio	122,4
Por valores	119,6
Adquisición neta de deuda del Estado	120,1
— Compra de valores bancarios por el Estado	0,5
Créditos	2,8
Recurso del Tesoro al Banco de España	136,5
Otros créditos netos del Banco de España	10,7
Crédito oficial (neto)	—144,4

Se aprecia que las relaciones de financiación del Tesoro con la banca y las cajas se reducen a la colocación en estas entidades de la mayor parte de la deuda pública, merced al efecto de los coeficientes, cuyo importe es trasvasado en gran medida al crédito oficial.

El aislamiento de la financiación neta obtenida del sistema crediticio permite descubrir la financiación, relativamente importante, que el Tesoro obtuvo del sector privado en 1978 mediante la colocación de las emisiones amortizables de 8 de junio y de 17 de noviembre y que ascendió aproximadamente a 27 m.m.

5. LA FINANCIACION DEL SECTOR PRIVADO

En el cuadro VI-41 se resumen todos los flujos financieros correspondientes al sector privado que han podido identificarse a través de las cuentas del sistema financiero, del sector público y de la balanza de pagos. El cuadro adolece, sin duda, de grandes lagunas y de graves defectos, pero

al englobar los principales flujos financieros consigue reflejar, al menos, los grandes cambios operados en la financiación del sector, que incluye, y aquí reside uno de los mayores defectos, tanto las economías domésticas como las empresas, y, dentro de éstas, a los intermediarios financieros para los que se carece de información separada. En los epígrafes anteriores se han señalado, por otra parte, las dificultades encontradas al identificar y valorar flujos del sector privado tales como la adquisición de títulos valores, el crédito concedido por el sistema crediticio (1), etc. Para soslayar, en

CUADRO VI-41

Principales flujos financieros del sector privado (a)

Variaciones netas

m. m.

	1976	1977	1978
ACTIVOS FINANCIEROS	1.235,9	1.377,0	1.699,3
Activos de renta fija	1.172,0	1.359,6	1.697,4
Disponibilidades líquidas	1.006,4	1.177,8	1.476,4
Otros pasivos líquidos del sistema crediticio	18,4	53,5	49,1
Depósitos en cooperativas	39,4	34,6	54,5
Créditos e inversiones en el exterior	32,3	18,1	37,4
Títulos de renta fija	75,5	75,6	80,1
Fondos públicos	-3,7	11,4	28,2
Bonos de caja	34,3	18,8	1,7
Obligaciones (brutas)	44,9	45,4	50,2
Activos de renta variable	63,9	17,4	1,9
PASIVOS	-1.518,9	-1.613,5	-1.357,0
Pasivos de renta fija	-1.378,5	-1.523,6	-1.244,9
Créditos del sistema crediticio	-1.000,6	-1.201,5	-896,0
Otras cuentas del sistema crediticio	-71,9	-13,4	-21,1
Créditos de cooperativas	-27,5	-28,5	-29,7
Créditos (directos) del exterior	-99,3	-145,2	-120,8
Inversiones exteriores en España (b)	-17,3	-22,0	-41,6
Leads y lags	-24,5	37,7	-15,7
Obligaciones emitidas (brutas)	-137,4	-150,7	-120,0
Acciones emitidas	-140,4	-89,9	-112,1
FINANCIACION NETA	-283,0	-236,5	342,3
Renta fija	206,5	-104,0	452,5
Renta variable	-76,5	-72,5	-110,2

FUENTE: Banco de España.

- (a) El signo (-) indica aumento de pasivos o disminución de activos.
 Toda la información de este cuadro se basa en la imputación al sector privado de flujos financieros resultantes de las cuentas del sistema crediticio, de otras entidades financieras, del mercado de capitales, del sector público y del sector exterior (véase cuadros VI-1, 24, 32, 38 y 39). En el caso de este último se recogen los créditos e inversiones directos mientras que los créditos correspondientes a la circular 3 DE se incluyen dentro de los intermediados por el sistema crediticio. Se han omitido partidas dudosas.
- (b) Se excluye la cifra estimada de adquisición de valores por los no residentes.

(1) Tras el inciso que supuso el epígrafe VI-3, se incluye dentro de éste el crédito en moneda extranjera concedido por la banca privada de acuerdo con la circular 3 DE. Las cifras correspondientes proceden del balance de la banca y contienen los problemas de valoración expuestos, en el epígrafe V.1.1., en relación con la posición exterior neta de la banca privada.

parte, los problemas de valoración y, por consiguiente, de estimación correcta, que afectan a los flujos financieros instrumentados con títulos de renta variable, el cuadro distingue entre flujos relativos a instrumentos de renta fija y acciones. Como ya se expuso en el primer epígrafe de este capítulo en relación con la posición neta frente al sistema crediticio, el carácter global del cuadro y, por otro lado, la dificultad de integrarlo con las correspondientes cuentas de contabilidad nacional dificultan la interpretación de las cifras y, desde luego, limitan las conclusiones que puedan extraerse de su examen. Con todo, como ya se ha indicado, constituye un marco de referencia adecuado para integrar algunos hechos ya mencionados en este capítulo.

CUADRO VI-42

Financiación del sector privado a través del sistema crediticio y de la balanza de pagos

Variaciones netas

m. m.

	1976	1977			1978		
		I	II	Total	I	II	Total
Sistema crediticio: créditos y valores	1.152,5	628,6	707,8	1.336,4	496,6	519,1	1.015,7
Efectos y créditos	1.000,6	549,0	652,5	1.201,5	410,2	485,8	896,0
Valores privados de renta fija	93,1	57,9	45,4	103,3	49,9	19,4	69,3
Sector exterior	149,9	27,8	128,0	155,3	144,6	83,9	228,5
Operaciones registradas (netas)	125,4	78,1	115,4	193,0	123,6	89,2	212,8
Inversiones extranjeras	26,1	16,7	31,1	47,8	35,0	57,0	92,0
Créditos extranjeros	99,3	61,4	84,4	145,2	88,6	32,2	120,8
«Leads y lags»	24,5	-50,3	12,6	-37,7	21,0	-5,3	15,7
TOTAL	1.302,4	656,4	835,8	1.491,7	641,2	603,0	1.244,2

Hechas las salvedades correspondientes, el cuadro VI-40 muestra el fuerte cambio registrado en 1978 por el flujo de financiación neta del sector privado. Desde el comienzo de la crisis energética éste venía mostrando un signo negativo (1) como contrapartida del importante déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, parcialmente compensado, este último, por el déficit financiero del sector público. La política económica emprendida en junio de 1977 supuso una reducción acusada del flujo de pasivos

(1) Con anterioridad, véase Informe anual de 1971, desde el comienzo de la década de los años setenta dicho flujo financiero venía mostrando un signo positivo.

financieros del sector privado como consecuencia de la fuerte desaceleración experimentada por la financiación proporcionada por el sistema crediticio a dicho sector, que sólo fue parcialmente compensada por el aumento de los flujos financieros netos procedentes del exterior (véase cuadro VI-42). Esta reducción del crédito total obtenido por el sector privado contribuyó a reducir el flujo de demanda interior y, en especial, de la inversión privada, e indujo una extraordinaria mejora de la balanza corriente. Como contrapartida del superávit registrado por esta y del notable aumento del déficit financiero del sector público se produjo el fuerte cambio de signo de la financiación neta del sector privado que muestra el cuadro VI-41. En definitiva, como ya se comentó en el epígrafe VI-1, esa mejora de la posición financiera neta del sector privado resulta un reflejo de la atonía de la inversión y del aumento de la tasa de ahorro del sector. El aumento del activo financiero neto del sector privado estuvo localizado en los instrumentos de renta fija mientras que el volumen de acciones adquirido por otros sectores registró un notable aumento. Por el lado del activo, junto al descenso de los de renta variable, cabe destacar el importante aumento de la relación entre activos líquidos y activo financiero total.

ANEXO LEGISLATIVO

NORMAS RELATIVAS AL SISTEMA FINANCIERO Y LA POLITICA MONETARIA

1. Coeficiente de caja de la banca y las cajas de ahorro

Durante la primera mitad de 1978 el coeficiente de caja de los bancos comerciales e industriales se mantuvo al nivel del 5,50 % vigente desde el 11 de mayo de 1977. La Circular núm. 149 del Banco de España, de 16 de junio de 1978, elevó el coeficiente al 6 % entre los días 21 de junio y 20 de julio, dejándolo en el 5,75 % a partir del día 21. La medida, que se reflejó también en las cajas, coincidió con la reducción de los límites disponibles de las líneas de redescuento ordinario de la banca y la colocación de bonos del Tesoro destinada a reponer el nivel de los créditos de regulación monetaria y restablecer, con ello, el control de los activos líquidos del sistema bancario.

El coeficiente de las cajas de ahorro se fue elevando 0,10 puntos mensualmente, conforme al calendario que se fijó en julio de 1977 para igualarlo al de la banca, hasta llegar al 5,10 % en junio. Luego, la Circular núm. 33 del Banco de España, de 16 de junio de 1978, dispuso una serie de modificaciones de manera que, manteniéndose el objetivo de llegar en octubre a una igualdad con el coeficiente de la banca, se siguiera de manera relativamente simétrica la evolución de este último. Primeramente se elevó al 5,60 % a partir del día 21 de junio, y al 5,70 % a partir del 1 de julio. Se redujo a continuación al 5,45 % desde el día 21, y se volvió a subir 0,10 puntos a comienzo de los meses de agosto, septiembre y octubre, hasta alcanzar en este último el 5,75 % igual al de la banca.

Aparte de estos movimientos cuantitativos de los coeficientes, hubo otras variaciones que afectaron a los datos contables empleados en el cómputo y a la composición del coeficiente, eliminándose de los pasivos computables de la banca los bonos de caja y los saldos de las cuentas de ahorro del emigrante, y disponiéndose que los activos líquidos de los bancos y de las cajas de ahorro se computaran, a efectos del cálculo del coeficiente de caja, según la contabilidad del Banco de España.

En relación con las variaciones en la estructura de los coeficientes, la Orden Ministerial de 18 de noviembre de 1978, desarrollada por la Circular núm. 154 del Banco de España, de 20 de noviembre de 1978, sustrajo los bonos de caja y las obligaciones en circulación de los pasivos computables para el cálculo del coeficiente de caja de los bancos industriales. Esta me-

dida igualaba los pasivos computables de todas las entidades de crédito con las magnitudes incluidas en la definición aceptada de disponibilidades líquidas. Aparte de esta consideración y en relación con el tratamiento relativo que reciben las distintas instituciones, la contabilización de los bonos para el cálculo de los coeficientes de caja suponía una discriminación en contra de los bancos industriales, en cuanto parte de estos títulos figuran en la cartera de valores de las cajas de ahorro, constituyendo cuentas intra-sistema. Por el contrario, el resto de los bonos representan inversiones de los otros sectores de modo que su exclusión favorece a la banca industrial, parte de cuyos recursos ajenos no se encuentran sujetos a los coeficientes ordinarios. La adaptación se hizo gradualmente, de forma que en la primera decena de diciembre se computaron el 75 % de los bonos en circulación a 30 de noviembre, en la segunda decena el 50 % y, a partir del día 21, se eliminaron totalmente.

Por otro lado, la Circular núm. 159 del Banco de España, de 3 de enero de 1979, resolvió las dudas existentes sobre la contabilización de los saldos de las cuentas de ahorro del emigrante, disponiendo que, en adelante, constasen entre las cuentas extranjeras en pesetas convertibles (Cuentas B), y excluyéndolas, por consiguiente, de los pasivos computables a efectos del coeficiente de caja y del coeficiente de inversión de la banca. En consecuencia, quedaron libres de los coeficientes de la banca unos pasivos totales por valor aproximado de 30.000 millones. No resultaron afectadas, sin embargo, las cajas de ahorro cuyas normas reguladoras se habían adelantado en este punto a las de la banca.

A fin de evitar los problemas de control de la liquidez que ocasionaban las disparidades en la contabilidad de las operaciones recíprocas entre el Banco de España y las entidades de crédito, aquél dispuso, por las Circulares números 28 y 146, de 28 de marzo de 1978, que a efectos del coeficiente de caja, la cuenta corriente y los disponibles de la banca y las cajas de ahorro en el Banco de España se computaran por los saldos contables de este último, para lo cual empezó a facilitar diariamente a cada entidad dichos datos.

2. Depósitos obligatorios remunerados de bancos y cajas en el Banco de España.

Como ya se ha explicado en el Capítulo V de este Informe, las necesidades de reducir la liquidez de la banca y la conveniencia de aumentar los créditos de regulación monetaria llevaron a finales de 1978, una vez rechazada la reducción de las líneas de redescuento y descartadas otras alternativas

posibles, a exigir el mantenimiento de depósitos remunerados en el Banco de España. Se trataba de poner en funcionamiento un nuevo instrumento de política económica, previsto desde 1960 pero nunca utilizado, destinado a coadyuvar al mantenimiento del control de la liquidez bancaria.

Basándose en el Decreto-Ley de 15 de diciembre de 1960, sobre control monetario, que facultaba al Ministerio de Hacienda para ordenar a los bancos la constitución en el Banco Emisor de reservas en dinero efectivo o fondos públicos por cuantía no superior al 10 % de sus recursos ajenos, la Orden Ministerial Comunicada de 20 de diciembre de 1978 autorizó al Banco de España para imponer a las entidades de crédito la constitución de depósitos obligatorios hasta un 2 % de aquellos recursos.

Las Circulares núms. 40 y 158 del Banco de España, de 3 de enero de 1979, obligaron a la banca y a las cajas de ahorro a constituir depósitos de efectivo en el Banco por valor de 1 % de los pasivos computables en el coeficiente de caja. Los saldos depositados eran indisponibles, no se computaban en el coeficiente de caja, se remuneraban al tipo básico de interés y debían regularizarse el día 20 de los meses de enero, abril, julio y octubre, con respecto a los pasivos existentes el último día del mes inmediatamente anterior. A fin de evitar las tensiones propias de la implantación, se estableció un período de adaptación al coeficiente, mediante aumentos sucesivos del 0,25 % de los saldos computables a 30 de diciembre de 1978, los días 20 y 30 de enero y 10 y 20 de febrero.

Desde aquella fecha se han elevado los porcentajes en dos ocasiones. Primeramente las Circulares núms. 45 y 163 del Banco de España, de 23 de marzo de 1979, dispusieron que los depósitos se ampliasen el día 27 al 2 % de los pasivos computables a 31 de enero. Alcanzado el límite de la autorización conferida al Banco de España, el Ministerio de Economía, por Orden de 27 de abril de 1979, elevó el porcentaje al 3 %. Las Circulares núms. 46 y 165, de 28 de abril, desarrollaron esta disposición, ordenando que la ampliación se hiciera el 2 de mayo, tomando como base los pasivos existentes el 31 de marzo.

3. Redescuento ordinario

Las numerosas decisiones de política monetaria tomadas sobre el redescuento ordinario durante 1978 y primera mitad de 1979 han afectado tanto a sus límites cuantitativos como a la instrumentación de los créditos. Las variaciones de los límites y las operaciones a que dieron lugar se comentan en otros lugares de este Informe, por lo que únicamente interesa subrayar en

este apartado la nueva manera de instrumentar el redescuento de la banca y la concesión, por vez primera, de líneas de redescuento ordinario a las cajas de ahorro.

Banca privada.—A partir de la Circular núm. 155 del Banco de España, de 7 de diciembre de 1978, se ha ofrecido a la banca la posibilidad de sustituir los límites existentes de redescuento ordinario por límites de créditos personales del mismo importe, garantizados por pólizas de pignoración de fondos públicos o pólizas de depósito en garantía de operaciones, disponibles automáticamente al tipo básico de interés del Banco de España. La operación se formaliza mediante la firma de una póliza de crédito personal para el redescuento de efectos, cuyo límite máximo lo fija la Oficina de Operaciones del Banco de España de acuerdo al límite vigente para el redescuento en línea normal y a las variaciones que experimente en el futuro. Los límites de créditos deben estar cubiertos en todo momento con valores suficientes, sujetos al cumplimiento de las obligaciones resultantes mediante la formalización de la correspondiente póliza de pignoración o depósito a favor del Banco de España. Naturalmente, como ocurría con los márgenes no utilizados del redescuento tradicional, los márgenes disponibles de los créditos personales para el redescuento de efectos no son computables en el coeficiente legal de caja.

En definitiva, el nuevo sistema puede considerarse como el resultado del proceso de desformalización que ha experimentado el redescuento ordinario y que tiene por finalidad simplificarlo y aumentar su eficacia. Así pasa de la exigencia de un endoso pleno, a configurarse, primero, como un crédito con garantía de efectos, que incluso permanecen en poder de la banca, y, en el momento actual, como un crédito personal del tipo de los concedidos para regular la liquidez bancaria. No obstante, se diferencia de estos últimos por su carácter automático, es decir, por el derecho que otorga al beneficiario de una línea a utilizarla por todo su valor sin sujetarse a subastas ni repartos, y, en segundo lugar, por el tipo de interés, determinado previamente.

Se abren así a los bancos dos vías de acceso ordinario a los préstamos personales: los créditos concedidos en función del límite de redescuento y los créditos para el control de la liquidez otorgados por los sistemas de reparto o subasta. Ambos tienen su conexión a través de los límites establecidos y las garantías prestadas por los bancos. En efecto, los bancos deben suscribir una póliza de crédito personal para el redescuento de efectos y un contrato de préstamos sucesivos para el control de la liquidez, cuyos límites fija el Banco de España de acuerdo, en el caso de la póliza, al establecido o que en el futuro se establezca para el redescuento y, en el caso del con-

trato, en función de los recursos propios y ajenos de cada banco. La suma de ambos límites debe estar cubierta con pólizas de pignoración de fondos públicos o de depósito en garantía de operaciones, de modo que cuando la garantía no es suficiente se rebaja correlativamente el límite disponible del contrato de préstamos para regulación de la liquidez.

El nuevo sistema exige una garantía adicional que antes no existía, puesto que los límites de redescuento no estaban garantizados con fondos públicos. Ahora, además del depósito de fondos públicos para respaldar los créditos de regulación de la liquidez, los bancos deben afectar otros si quieren, además de tener acceso al redescuento, seguir manteniendo los mismos límites en los contratos de préstamos personales.

Para los bancos comerciales que no elijan este sistema el redescuento de efectos tomará la forma del endoso pleno a favor del Banco de España, el cual los devolverá antes de su vencimiento endosados nuevamente, a favor del banco cedente, una vez adeudado su importe en cuenta corriente. Los bancos industriales, por el contrario, tienen opción a adherirse al nuevo sistema o seguir redescutando pólizas según el procedimiento tradicional.

Cajas de ahorro.—Aunque a comienzos de 1978 ya se intentó establecer un sistema de redescuento para las cajas, nada se puso en funcionamiento hasta el presente año. La Circular núm. 41 del Banco de España, de 3 de enero de 1979, regula la concesión de una línea normal de redescuento de efectos comerciales y financieros por el 10 % de los recursos propios de cada entidad a 30 de abril de 1978, y ordena su formalización mediante póliza de crédito personal garantizada con pólizas de pignoración de fondos públicos o de depósito en garantía de operaciones. Las cantidades dispuestas no podrán superar el 80 % de la cartera de efectos comerciales o financieros. La suma de los límites de las pólizas de crédito personal y del contrato de préstamo deben estar cubiertos con pólizas de pignoración de fondos públicos o de depósitos en garantía de operaciones, y, en caso de déficit, se reducirá en la misma medida el límite efectivo del contrato para préstamos.

A diferencia de lo que ocurre con la banca, no se prevé para las cajas ningún otro procedimiento de utilización de las líneas de redescuento que no sea la disposición del crédito personal.

4. Bonos del Tesoro

Dos notas deben destacarse al analizar la evolución más reciente de los bonos del Tesoro. De una parte, su gran utilización por las autoridades mo-

netarias como instrumento de detracción de liquidez, que se manifiesta en el aumento de los límites de circulación autorizados desde 30.000 millones a comienzos de 1978 hasta 150.000 en febrero de 1979, y, de otra, la nueva regulación del mercado primario y secundario, para facilitar la colocación y las transacciones de estos activos financieros. De las emisiones de bonos a lo largo de 1978 se trata más extensamente en otros lugares de este Informe. Corresponde, sin embargo, a este apartado el análisis de las modificaciones introducidas en la puesta en circulación y el funcionamiento del mercado secundario de bonos del Tesoro por las Circulares núms. 43 y 162 del Banco de España, de 26 de febrero de 1979.

Desde marzo de 1973, en que se autorizó el Banco de España para colocar bonos del Tesoro a los intermediarios financieros a tipo libre de interés, hasta época reciente, el Banco actuaba en el mercado, teóricamente al menos, vendiendo y recomprando títulos. Para ello, todas las mañanas fijaba de salida unos tipos comprador y vendedor de bonos del Tesoro en función de las cantidades de liquidez que deseara inyectar o extraer del sistema crediticio por esta vía. A la vista de estos tipos, los intermediarios financieros comunicaban al Banco de España sus posiciones compradoras o vendedoras y el tipo de interés al que desearan efectuar la operación, dado que el de salida no era firme sino indicativo. En efecto, el Banco se reservaba el derecho de variar el tipo de intervención si las cantidades ofrecidas o demandadas diferían de las estimadas como adecuadas para el control de los activos líquidos del sistema, pero, naturalmente, permitiendo que las entidades reconsiderasen sus propuestas cuando la fijación de los nuevos tipos hubiese disminuido su rentabilidad efectiva. Esta segunda fijación ya era firme, de modo que el Banco se comprometía a satisfacer todas las propuestas mantenidas. Sin embargo, en la práctica el Banco casi nunca varió las ofertas iniciales, por lo que el mecanismo de reajuste de los tipos, más que una realidad efectiva, vino a ser una mera garantía o salvaguardia del Banco de España (1).

Otra característica del antiguo mercado de bonos es que las transacciones interbancarias eran muy escasas. El verdadero mercado secundario estaba asegurado por las recompras del Banco de España. Aunque el diferencial entre tipos de compra y venta era teóricamente lo suficientemente amplio como para que las entidades crediticias buscasen primeramente cerrar operaciones entre sí, antes de acudir al Banco de España, la liquidez de los bonos la aseguraba fundamentalmente aquella entidad.

(1) Debe indicarse que en los últimos meses el Banco de España dejó de fijar tipos de recompra, colocando los bonos mediante acuerdos negociados con las instituciones de crédito.

El nuevo sistema, puesto en vigor el 2 de abril de 1979 por las Circulares anteriormente citadas, distingue claramente la colocación de bonos entre las entidades autorizadas, la eventual recompra por el Banco de España o la concesión de créditos con su garantía, y el mercado secundario entre entidades crediticias.

Ventas del Banco de España.—La venta de bonos se instrumenta mediante una operación de venta con recompra posterior (1) en la que el importe de la venta es igual al nominal de los bonos solicitados y el de compra es igual a éste más los intereses pactados. Cuando el Banco de España decide vender bonos comunica entre las 9 y 9:20 horas a las entidades participantes en el mercado, que deberán tener abierta en el mismo una cuenta corriente de valores, el tipo de interés y los plazos a los que está dispuesto a vender los títulos. Por su parte, las entidades comunican al Banco entre las 9:30 y 10 horas las cantidades y plazos a los que desean comprar. Estas peticiones se consideran firmes, adeudándose la cantidad correspondiente en la cuenta corriente de la entidad y abonándose la cuenta corriente de valores. A los tipos establecidos no hay límite alguno para la colocación de títulos, fuera del global fijado por el Ministerio de Hacienda a la emisión.

Sin embargo, las entidades interesadas en comprar bonos a tipos o plazos diferentes a los señalados por el Banco de España pueden presentar propuestas entre las 11 y 11:15 horas y entre las 12 y 12:15, considerándose firmes las propuestas cuando el Banco las acepte. Además, el Banco no se obliga a colocar todos los bonos a un determinado plazo al mismo tipo de interés, sino que, al igual que ocurre en la subasta de créditos para regular la liquidez bancaria, puede aceptar condiciones diferentes para cada institución.

Compras y créditos del Banco de España.—En cuanto a la recompra de bonos, el Banco de España deja de realizarlas y de proporcionar apoyo financiero automático a los vendedores de bonos. Unicamente, cuando la situación lo aconseje, aceptará excepcionalmente las peticiones de recompra al precio que fije libremente. Lo que sí se establece, en cambio, es un mecanismo de obtención de liquidez para los poseedores de bonos, que podrán obtener automáticamente, en el término de 30 días, hasta 4 préstamos personales a un día de plazo, al tipo de interés previamente anunciado por el Banco. Con esta medida tratan de introducirse criterios objetivos en los créditos que por necesidades de tesorería se conceden a las instituciones crediticias a últimas horas de la mañana.

(1) De este modo, frente al Tesoro, el único acreedor es el Banco de España, que adquiere los títulos a un tipo fijo y los revende a las instituciones por un plazo menor.

Mercado secundario.—La eficacia del mercado secundario y, consiguientemente, la liquidez de los bonos se trata de conseguir centralizando en el Banco de España la compraventa de títulos entre instituciones de crédito, de manera que todas las operaciones se efectúen a través de las cuentas corrientes de valores y de efectivo abiertas por las entidades contratantes en el Instituto Emisor, utilizándose para las comunicaciones el Servicio Telefónico del Mercado Interbancario.

La nueva regulación distingue entre operaciones interbancarias de compraventa hasta la fecha de recompra por el Banco de España, y operaciones a plazo menor o cesiones temporales. En el primer caso, las ventas se realizan al descuento, al tipo fijado libremente por las partes. El Banco adeuda la cuenta corriente de valores de la entidad cedente y la cuenta corriente de la entidad adquirente y abona la cuenta corriente de efectivo de la entidad vendedora y la cuenta corriente de valores de la adquirente. Llegado el vencimiento, se adeuda el nominal de los valores en poder de cada institución y se abona en su cuenta de efectivo este mismo valor más los intereses pactados inicialmente con el Banco de España.

Cuando la operación es a plazo inferior, se lleva a cabo por importes nominales, liquidándose los intereses al vencimiento de la operación. A diferencia del caso anterior, no hay desplazamiento de valores, procediendo el Banco a retener los títulos en la cuenta corriente de la entidad cedente, de forma que resulten indisponibles durante ese plazo, y a efectuar los asientos correspondientes en las cuentas corrientes de efectivo de los contratantes. Vencido el plazo, se hacen los asientos inversos en las cuentas de efectivo, liquidándose los intereses libremente pactados entre las partes. Si no hubiera saldo suficiente, se entiende prorrogada la operación hasta el vencimiento de los bonos, en cuyo momento el Banco de España abonará su importe a la entidad adquirente.

Bancos y cajas de ahorros constituyen este mercado secundario centralizado, en el que no participan las demás entidades poseedoras de bonos del Tesoro, es decir, cooperativas de crédito, compañías de seguros, entidades de capitalización y ahorro y sociedades y fondos de inversión mobiliaria. Estas últimas instituciones únicamente participan a primera hora de la mañana en las compras directas al Banco de España, no interviniendo tampoco en las dos rondas posteriores de ofertas de compra abiertas a las entidades bancarias.

5. Coeficiente de inversión de la banca

A lo largo del período considerado, el coeficiente de inversión de los bancos comerciales se fue reduciendo en un 0,25 % cada dos meses, de

acuerdo a lo dispuesto por la Orden Ministerial de 24 de octubre de 1977. La disminución, como se comentó ampliamente en el pasado Informe, sólo afectó a los créditos o efectos especiales distintos de los representativos de financiaciones a la exportación y colocará el coeficiente, que pasó del 25 % a finales de 1977 al 23,50 % a finales de 1978, en el 21 % en julio de 1980.

Por su parte los bancos industriales, sometidos al calendario establecido en agosto de 1974, experimentaron en junio la subida semestral de 1 punto en el porcentaje de fondos públicos y de 1,25 en el coeficiente total, hasta alcanzar el 8 y 18 % final previsto. El 0,25 % de aumento en créditos y efectos especiales resultante de aquellos cambios tampoco afectó al coeficiente mínimo de financiación a la exportación.

Las demás medidas adoptadas se refirieron al cómputo y a las exigencias de cumplimiento del coeficiente: retorno en septiembre a la forma tradicional de calcular el coeficiente de inversión de la banca comercial, establecimiento de depósitos en el Banco de España por incumplimiento del porcentaje de créditos a la exportación, alargamiento del desfase de fechas para el cómputo de partidas activas y pasivas, financiación mutua de inversiones obligatorias y exclusión de los saldos de ahorro del emigrante.

Como se explicó en el Informe anterior, la Orden Ministerial de 20 de abril de 1977 modificó el sistema de cómputo del coeficiente de los bancos comerciales, considerándolo cumplido cuando el total de activos y de fondos públicos computables alcanzasen el 24 y 12 %, respectivamente, de los pasivos computables a 31 de diciembre de 1976, más el vigente sobre los incrementos producidos posteriormente. Unos meses más tarde, la Orden Ministerial de 20 de septiembre de 1978 dispuso la vuelta al modo ordinario de computar el coeficiente de los bancos comerciales, elevándolo en la práctica. En consecuencia, a partir de entonces la banca quedó obligada a mantener los porcentajes vigentes en cada momento.

En segundo lugar, otra Orden Ministerial de 20 de septiembre de 1978 obligó a los bancos privados y a las cajas de ahorro a constituir en el Banco de España depósitos especiales de efectivo equivalentes al déficit que presenten sus inversiones en créditos a la exportación respecto a los porcentajes mínimos obligatorios. Los depósitos devengan el interés correspondiente a las consignaciones voluntarias de efectivo en la Caja General de Depósitos (1), no son computables en el coeficiente de caja y pueden cancelarse a medida que se sustituyan por otros activos computables.

(1) Las consignaciones voluntarias pueden hacerse por el plazo de 1 mes, de 3 meses y de 6 meses o más, devengando, el 1 %, 1,50 % y 2 %, de interés, respectivamente.

Recientemente, la Circular núm. 167 del Banco de España, de 4 de mayo de 1979 ha alargado el período de cobertura del coeficiente de 15 días a un mes y ha introducido modificaciones en la cesión de efectos computables entre instituciones. El cálculo del coeficiente, que se hacía hallando el porcentaje representado por los activos computables existentes el día 15 de cada mes sobre los pasivos correspondientes el último día del mes anterior, se modifica de manera que los pasivos computables a fin de cada mes se encuentren cubiertos con activos suficientes al terminar el mes siguiente. Como ocurría anteriormente, el día 15 de cada mes o el anterior, si aquél fuese festivo, los bancos deben hacer las peticiones de cédulas necesarias para cubrir el porcentaje de fondos públicos, constituir los depósitos especiales de efectivo en el Banco de España para cubrir el déficit correspondiente al porcentaje mínimo de financiación a la exportación y efectuar las consignaciones voluntarias de efectivo en la Caja General de Depósitos para compensar el déficit total del coeficiente (cuando aquéllas se hagan a través de España). Los depósitos especiales y las consignaciones pueden sustituirse hasta fin de mes por activos computables. En otro caso, los depósitos deben permanecer hasta el día 15 del mes siguiente y las consignaciones hasta su vencimiento, que será, normalmente, de 1 mes.

Para facilitar la cobertura de los coeficientes de inversión a toda clase de entidades, la Circular ya citada, además de mantener la autorización general a las entidades para cederse efectos computables en el coeficiente, con desplazamiento de los efectos y plena posesión de los mismos por el cesionario, sustituye la figura de la cesión de efectos sin desplazamiento por una financiación mutua de inversiones computables, sin adscripción a ninguna operación concreta, centralizándola a través del Banco de España mediante el Servicio Telefónico del Mercado Interbancario. Las operaciones entre el Banco Exterior y la banca privada o entre ésta y las cajas de ahorro solo pueden referirse a los coeficientes o tramos a cubrir con crédito a la exportación. El tipo de interés es libre, la duración mínima un mes y el importe mínimo 1 millón de pesetas o múltiplo.

De las normas dadas en enero de 1979 sobre la exclusión de los saldos de las cuentas de ahorro del emigrante ya se ha hecho referencia en el epígrafe 1 anterior.

6. Inversiones obligatorias de las cajas de ahorro

A partir del 1 de enero de 1978 comenzaron las reducciones mensuales de 0,25 puntos en el coeficiente de fondos públicos de las cajas y de otros 0,25 puntos en el de préstamos y créditos especiales, previstas por la Orden Mi-

nisterial de 23 de julio de 1977, que pasaron así del 41 % y 22 %, respectivamente, a finales de 1977 al 38 % y 19 % a finales de 1978. En el mes de septiembre tuvo lugar una modificación en la forma de computar el porcentaje obligatorio de cédulas para inversiones, paralela a la de la banca comercial, que supuso una elevación efectiva del coeficiente. Se volvió a obligar a las cajas de ahorro a mantener en cédulas el 3 % de sus pasivos computables, en vez del 1 % de los contabilizados a 31 de diciembre de 1976 más el 3 % de los incrementos ocurridos desde esa fecha. La Orden Ministerial de 27 de abril de 1979 ha aminorado el ritmo de la baja de los porcentajes expresados anteriormente a 0,10 puntos mensuales a partir del mes de mayo, aplazando la consecución de los objetivos finales del 25 y 10 % a los años 1989 y 1986, respectivamente.

Las demás alteraciones de los coeficientes de inversión de las cajas de ahorro se concentraron fundamentalmente en el mes de mayo de 1978, con el establecimiento de un subcoeficiente de créditos a la exportación, la fijación de un orden de prioridad para la compra de títulos computables en el coeficiente de fondos públicos y la regionalización de las inversiones obligatorias, y en el mes de septiembre, con el establecimiento de depósitos obligatorios equivalentes al déficit que presenten sus inversiones en créditos a la exportación respecto a los mínimos obligatorios. Ya en 1979, la Circular núm. 47 del Banco de España, de 4 de mayo, ha regulado la financiación mutua de inversiones computables y ha introducido modificaciones en las normas sobre cómputo de los coeficientes.

Con el objeto de facilitar un cauce apropiado para la financiación de las pequeñas y medianas empresas orientadas fundamentalmente al sector exterior, la Orden Ministerial de 29 de abril de 1978, desarrollada por Circular núm. 30 del Banco de España, de 16 de mayo de 1978, obligó a las cajas a mantener, dentro del coeficiente de préstamos de regulación especial, un subcoeficiente de créditos y efectos representativos de financiaciones a la exportación por valor del 1 % de sus recursos ajenos computables. Se estableció un período de adaptación de 6 meses, a partir del 1 de mayo, de manera que el 31 de julio se hallara cubierto el 0,50 % y el 31 de octubre el porcentaje total.

Suprimida por R.D. 2227/ de 29 de julio de 1977 la Junta de Inversiones, una de cuyas misiones era declarar la computabilidad de valores mobiliarios en el coeficiente de fondos públicos de las cajas, la Orden Ministerial Comunicada de 17 de mayo de 1978, trasladada a las cajas de ahorro por Circular núm. 32 del Banco de España, de 10 de junio, estableció un orden de prelación en las compras. Siempre que su existencia en el mercado lo permita, las inversiones obligatorias computables en el coeficiente de fondos públi-

cos han de realizarse siguiendo este orden de preferencia: a) títulos de renta fija emitidos por las corporaciones locales de las provincias donde la caja opere, fondos públicos del Estado y obligaciones del Instituto Nacional de Industria, b) obligaciones emitidas por la Compañía Telefónica y c) títulos de renta fija emitidos por las compañías de producción eléctrica y por las demás corporaciones locales. Parecería deducirse de estas normas que había desaparecido la tradicional preferencia otorgada a los fondos públicos emitidos por el Estado, quedando éstos en igualdad de condiciones con los emitidos por las corporaciones locales de la provincia o zona de actuación de la caja y con las obligaciones INI. No obstante, debe recordarse que el Decreto de 26 de marzo de 1964, no derogado, sigue manteniendo la preeminencia de los valores emitidos o garantizados por el Estado, de manera que sólo en caso de haberse suscrito totalmente estas emisiones, podrá invertirse el resto del coeficiente en valores autorizados por el Ministerio de Economía.

Estas mismas disposiciones que se acaban de citar —Orden Ministerial Comunicada de 17-V-78 y Circular núm. 32 del Banco de España— también dictaron normas sobre el cómputo de las inversiones regionales obligatorias establecidas por RD 2291/ de 27 de agosto de 1977, según el cual, la mitad de las inversiones en valores mobiliarios, excluidas las cédulas para inversiones y las $\frac{3}{4}$ partes de las demás inversiones de las cajas debían destinarse a la zona donde desarrollan su actividad. Se consideran automáticamente computables en el coeficiente regional de valores mobiliarios las inversiones realizadas en valores que financien directamente obras o actividades realizadas en las zonas de actuación de la caja. Las demás emisiones sólo se computan cuando la Comisión Delegada de Asuntos Económicos declara expresamente, y para cada caso concreto, que las emisiones se destinan o benefician directamente a la región. En cuanto al coeficiente de créditos especiales, se consideran computables: a) los créditos destinados a inversiones reales en la región, b) los créditos concedidos para consumo cuando el beneficiario resida en la zona y c) los créditos instrumentados mediante el descuento de letras o efectos, cuando el librador o librado residan en la misma zona donde la caja desarrolla sus actividades.

Los depósitos obligatorios de las cajas en el Banco de España, equivalentes al déficit que presenten sus inversiones en créditos a la exportación, se regularon por Orden Ministerial de 20 de septiembre de 1978 y Circular del Banco de España núm. 35, del día 22, de la misma manera que los correspondientes a la banca. Se trata de depósitos en efectivo remunerados al tipo de interés correspondiente a las consignaciones voluntarias en la Caja General de Depósitos. En un principio debían constituirse el día 15 del mes siguiente a aquél en que se hubiese producido el déficit, alargándose luego el plazo.

Por último, deben citarse las Circulares núms. 44 y 47, de 3 de marzo y 4 de mayo de 1979. La primera permite a las cajas de ahorro, cuyo incumplimiento del coeficiente de fondos públicos sea debido a pérdidas o minusvalías resultantes de la revalorización de balances autorizada por Decreto 2219/ de 25 de agosto de 1978, absorber la cantidad incumplida en el plazo máximo de un año, con cargo a la reducción programada del coeficiente. La segunda, aparte de establecer normas sobre la cesión de efectos y la financiación mutua de inversiones computables, ya vistas al tratar de los coeficientes de inversión de la banca, unifica los plazos de cumplimiento, fijando en todos los tramos del coeficiente, incluso en el de crédito a la exportación, un desfase de dos meses entre activos y pasivos.

7. Coeficiente de financiación a medio y largo plazo de los bancos comerciales e industriales

El establecimiento de un coeficiente de financiación a medio y largo plazo se sitúa dentro del cuadro de medidas dispuestas por el Gobierno en abril de 1979. La Orden Ministerial de 27 de abril, desarrollada por Circular núm. 166 del Banco de España, de 4 de mayo de 1979, ha obligado a los bancos privados, transitoriamente durante el plazo de un año, a constituir depósitos de efectivo en el Banco de España, no remunerados, equivalentes al 1,80 % de los pasivos computables en el coeficiente legal de caja. En realidad, se trata de un coeficiente más, del mismo tipo que pueda ser, por ejemplo, el porcentaje de créditos a la exportación, sólo que en vez de comenzar por establecer el coeficiente y luego forzar su cumplimiento mediante la constitución obligatoria de depósitos en el Banco de España equivalentes a las cantidades incumplidas, se empieza por establecer el depósito obligatorio, permitiendo su reducción de acuerdo a la financiación concedida a medio y largo plazo. Los depósitos, que son independientes de los depósitos obligatorios remunerados vistos anteriormente, y tampoco se computan en el coeficiente de caja, pueden liberarse mediante la concesión de créditos con plazo medio no inferior a 3 años o la adquisición de obligaciones emitidas por sociedades españolas no financieras. Los valores y créditos, que se deberán adquirir o formalizar y desembolsar a partir del 1 de mayo, no son computables en el coeficiente de inversión, ni se pueden pignorar, redescantar o afectar al cumplimiento de otras obligaciones.

Para el cumplimiento se establece un período transitorio de adaptación, de forma que se vayan añadiendo al coeficiente del 0,10 % obligatorio a 31 de mayo, otros 0,15 puntos suplementarios el mes de junio, 0,20 los meses de julio y agosto, 0,25 el mes de septiembre y 0,30 desde los meses de octubre a diciembre de 1979, en que se alcanzará el 1,80 % final.

La medida intenta mejorar la estructura financiera de las empresas, ampliando la financiación a medio y largo plazo en sustitución de los créditos a corto. Se sitúa así en la misma dirección que los desaparecidos coeficientes de créditos a largo plazo establecidos por Ordenes Ministeriales de 9 de agosto de 1974. Sin embargo, el nuevo coeficiente, aparte de su transitoriedad, se diferencia de aquéllos en que afecta a todos los pasivos, no solo los obtenidos a plazo superior a dos años. Además, su cumplimiento solo se admite con nuevas inversiones, se aplica solo a la banca, no a las cajas de ahorro, y, por último, el incumplimiento comporta, automáticamente, la obligación de efectuar los correspondientes depósitos en el Banco Emisor.

Naturalmente, dado el calendario de implantación, el gran efecto del coeficiente para satisfacer necesidades de financiación a medio o largo plazo tendrá lugar en los meses que restan para completar el año. Luego, el crecimiento de nueva financiación sólo será el proporcional a los nuevos incrementos de pasivos, para detenerse en abril de 1980.

Por otro lado, debe señalarse que la Orden Ministerial de 27 de abril de 1979 deroga la de 21 de julio de 1969, suprimiendo la grave dificultad que para la efectividad de los depósitos obligatorios remunerados podía suponer su apartado segundo, que permitía liberar con créditos concedidos a plazo igual o superior a 3 años los depósitos obligatorios constituidos en el Banco de España de acuerdo a lo dispuesto por el Decreto-Ley 22/ de 15 diciembre de 1960, es decir, los descritos en el epígrafe 2 anterior.

8. Emisión de títulos de renta fija

Hasta el mes de agosto de 1978 la puesta en circulación de obligaciones, bonos y demás valores mobiliarios venía regulada básicamente por el Decreto 1729/ de 6 de septiembre de 1961. Las sociedades anónimas y demás empresas de carácter económico, excluidas las de derecho público, quedaban obligadas a consultar con la Dirección General de Política Financiera antes de proceder al anuncio y puesta en circulación de títulos de renta fija por un valor nominal superior a 5 millones de pesetas o que, juntamente con las emisiones realizadas en los 10 meses anteriores, sobrepasaran dicho límite. La consulta debía evacuarse en el plazo máximo de un mes, de conformidad con la propuesta o formulando observaciones sobre la rentabilidad de los títulos, el tipo de emisión o la fecha de suscripción. Las observaciones sobre la rentabilidad o el tipo de emisión sólo podían hacerse en beneficio de la empresa, disminuyendo la carga financiera del empréstito. Las relativas a la fecha de suscripción se hacían teniendo en cuenta las demás emisiones, de forma que se escalonaran suavemente de acuerdo a la

capacidad de absorción del mercado. Para ello podían limitarse a denegar la fecha solicitada o fijar otra distinta. Si las emisiones se producían contraviniendo las observaciones de obligado cumplimiento, las empresas podían ser sancionadas con multa entre el 1 ‰ y el 1 % del valor nominal de aquéllas, y hasta el 2 % en caso de reincidencia.

La nueva regulación de las emisiones de títulos de renta fija otorga una mayor libertad a las empresas que se proponen solicitar empréstitos en el mercado, a la vez que proporciona al público en general un acceso más fácil al mercado en cuanto exige una gran transparencia informativa y hace posible, en igualdad de condiciones, la satisfacción de la demanda privada de suscripción de títulos. En principio se trata de ir reduciendo la importancia del mercado institucional, potenciando los mecanismos del mercado libre y garantizando a todos los demandantes de títulos de renta fija el acceso a la suscripción.

Iniciada la liberalización y ampliación del mercado de valores de renta fija con la supresión de la Junta de Inversiones y la reducción del coeficiente de fondos públicos de las cajas de ahorro (1), el Real Decreto 1851/de 10 de julio de 1978, desarrollado por Orden Ministerial de 27 de noviembre, establece una doble regulación para el anuncio y puesta en circulación de títulos de renta fija, según se trate, por una parte, de emisiones reservadas exclusivamente a los socios de la entidad emisora o de emisiones públicas de cuantía inferior a 100 millones de pesetas y, por otra, de emisiones de oferta pública por valor de más de 100 millones.

Como norma general, las sociedades anónimas y demás entidades, tanto públicas como privadas, con excepción del Tesoro y otros organismos del Estado, antes de proceder al anuncio y emisión de obligaciones, bonos y demás títulos mobiliarios no representativos de partes del capital social, deberán comunicarlo al Ministerio de Economía, concretando la fecha, condiciones y finalidad de la emisión y, en especial, la cuantía, número de títulos, plazo, tipo de emisión, interés nominal, interés efectivo para el emisor y el suscriptor, y comisiones y gastos, entre otros extremos. Esta comunicación tiene carácter meramente informativo y no implica ni requiere ningún permiso o autorización por parte de la Administración. De este modo, los anteriores controles administrativos sobre las condiciones económicas y las fechas de emisión han sido reemplazados por un régimen de libertad en la fijación de las mismas.

Si se trata de oferta pública de empréstitos de más de 100 millones de pesetas, la comunicación al Ministerio de Economía comprenderá además un

(1) Véase Informe de 1977, págs. 337 y sigs.

folleto de emisión, cuyos extremos se detallan en los anexos de la Orden Ministerial de 27 de noviembre de 1978 y que recoge los datos de la entidad emisora e información sobre su actividad y situación financiera y económica, así como datos relativos al empréstito, su finalidad y efectos previstos de las inversiones a realizar. En este caso corresponde al Ministerio de Economía autorizar el folleto, que será elemento básico en la publicidad de la emisión, y fijar la fecha de lanzamiento. Además, como se ha señalado anteriormente, el proceso de suscripción se regula de manera que proporcione una opción equitativa a todos los demandantes de títulos. En primer lugar se establece un período de suscripción abierta, de duración no inferior a 20 días, en el que los títulos deben ofrecerse en las mismas condiciones para todos los suscriptores. A continuación se abre un nuevo plazo entre 10 y 20 días para que la entidad emisora liquide la suscripción. Si la emisión se cubre con exceso, deberán atenderse todas las peticiones individuales que no excedan del 1 ‰ de la emisión ni de un millón de pesetas, salvo que excediendo estas demandas del total de la emisión, deban prorratearse. Caso de no cubrirse, la entidad prestataria podrá reducir la emisión o prorrogar el plazo de suscripción.

9. Establecimiento en España de la banca extranjera

Prevista ya en la Ley de Ordenación Bancaria de 1946 la presencia de la banca extranjera en nuestro país bajo condición de reciprocidad, la Ley de Bases de Ordenación del Crédito y de la Banca de 1962 dispuso que el Gobierno regulara las condiciones relativas al establecimiento de la banca extranjera. Muchos años se haría esperar esta reglamentación. Sin embargo, la progresiva integración de la economía española en la economía mundial y, especialmente, en los mercados financieros de los países más desarrollados, el deseo de beneficiarse de los servicios aportados por la gran banca extranjera en los campos del comercio internacional y de la financiación en divisas, abriendo cauces hacia el exterior, la conveniencia de fomentar la competencia en el mercado nacional y, por último, la exigencia ineludible de ofrecer a otros países un tratamiento liberal en reciprocidad con el recibido por las entidades bancarias españolas con filiales o sucursales en el exterior, movieron al Gobierno a regular por Decreto 1388/de 23 de junio de 1978 el establecimiento de bancos extranjeros en España. Dos ideas básicas informan la nueva normativa. De un lado, el mantenimiento del marco señalado para la creación de nuevos bancos por el Decreto 2246/ de 9 de agosto de 1974 en cuanto a la solidez y garantía que se exige a las nuevas entidades: importantes recursos propios, eliminación de pretensiones especulativas y repetida inspección de sus actividades durante los primeros años de su existencia. De otro lado, la precaución ante

los riesgos de excesiva penetración de una potente banca extranjera y el aumento del control exterior de la economía española, lo que ha llevado a condicionar las autorizaciones para crear bancos de capital extranjero y para establecer sucursales de bancos extranjeros a los intereses de la economía nacional, y a imponer limitaciones y prohibiciones respecto a la apertura de oficinas, obtención de recursos en el interior y adquisición de títulos de renta variable.

El establecimiento de bancos extranjeros en territorio español puede adoptar diversas formas: oficinas de representación, bancos filiales y sucursales. A las oficinas de representación les corresponden tareas meramente informativas sobre cuestiones bancarias, financieras, comerciales y económicas en general, sin que les esté permitido recibir depósitos, conceder créditos ni realizar las demás operaciones de intermediación financiera. La autorización para abrirlas compete al Ministerio de Economía, a propuesta del Banco de España y previo informe del Consejo Superior Bancario. Los bancos filiales son bancos españoles con capital íntegramente suscrito por bancos extranjeros. Las sucursales de bancos extranjeros son establecimientos abiertos en España por bancos extranjeros, bajo la denominación social y plena responsabilidad patrimonial de éstos, con facultades para realizar las mismas operaciones bancarias que las filiales. Las autorizaciones, discrecionales, para la creación de bancos filiales y sucursales de bancos extranjeros corresponden al Consejo de Ministros (1), a propuesta del Ministro de Economía y previo informe del Banco de España y del Consejo Superior Bancario.

Condiciones generales.—Los Bancos filiales deben adoptar la forma de sociedades anónimas, constituidas mediante el procedimiento de fundación simultánea, y mantener un capital suscrito no inferior a 750 millones de pesetas y una prima de emisión de la misma cuantía. En el momento de emisión debe desembolsarse el 50 % del capital y la totalidad de la prima, fijándose un plazo de 2 años para satisfacer el resto. Las acciones representativas del capital social no pueden transmitirse ni gravarse sin autorización previa y expresa del Banco de España, y las ampliaciones que en el futuro se acuerden deberán suscribirse, salvo autorización del Ministerio de Economía, por los antiguos accionistas. De esta manera se imponen como normas permanentes las limitaciones transitorias sobre transmisibilidad de acciones y suscripción de ampliaciones que afectan a los demás bancos durante los cinco primeros años de su existencia.

Las sucursales de bancos extranjeros deben mantener una asignación de capital, totalmente desembolsada en efectivo, de 750 millones de pesetas.

(1) La autorización de nuevos bancos de capital nacional sólo requiere la aprobación del Ministerio de Economía.

Condiciones operativas.—Las limitaciones básicas al desenvolvimiento y expansión de los bancos filiales y de las sucursales de bancos extranjeros se refieren a la obtención de recursos internos, al mantenimiento de acciones y participaciones y al número de oficinas permitidas. La obtención de recursos en el interior, excluida la financiación interbancaria, se limita al 40 % de las inversiones en valores, créditos y activos computables en el coeficiente de caja. El número máximo de oficinas, incluida la principal, se reduce a tres, y se prohíbe que en la cartera de valores figuren títulos de renta variable, excepto cuando se obtenga autorización ministerial para poseer participaciones en sociedades dedicadas a la gestión de tarjetas de crédito, servicios de mecanización del propio banco u otras tareas auxiliares bancarias. Durante los cinco primeros años de su existencia serán inspeccionados una vez al año por el Banco de España.

Como se ve, de las limitaciones temporales que afectan la actividad de los bancos ordinarios de nueva creación, algunas se mantienen en sus propios términos —inspección anual— otras se alteran y convierten en permanentes —número máximo de sucursales y cartera de valores— y otras, en fin, desaparecen —prohibición de realizar operaciones en moneda extranjera y de ejercer funciones delegadas en este campo—.

Para terminar, debe señalarse que en materia de distribución de beneficios los bancos de capital extranjero y las sucursales de bancos extranjeros quedan sujetos a las limitaciones que afectan a los demás bancos operantes en el territorio nacional y, en especial, al Decreto de 31 de diciembre de 1941, que prohíbe a los bancos españoles repartir en efectivo dividendos activos que excedan del 6 % anual de la suma del capital desembolsado y reservas. Por el contrario, no se aplica a los bancos extranjeros, como ocurre con los nacionales de nueva creación, la prohibición de distribuir dividendos o participaciones en beneficios durante los tres primeros años de su existencia.

10. Sector exterior

Numerosas fueron las medidas de política monetaria referentes al sector exterior que se tomaron en los últimos meses. Afectaron tanto a la regulación de las cuentas extranjeras en pesetas y en divisas como a la ordenación de los créditos exteriores y a la cotización de la peseta en el mercado de cambios. En junio de 1978 tuvo lugar la reintroducción de depósitos obligatorios en el Banco de España equivalentes a los incrementos de las cuentas extranjeras en pesetas y la prohibición de pagar intereses por ellas. En enero de 1979 se modificó la reglamentación de las cuentas extranjeras

en divisas convertibles, fundamentalmente en lo relativo a la captación y utilización de recursos, aumentando la capacidad de endeudamiento en el exterior de las entidades delegadas y ampliando las posibilidades de colocación en el interior. Al mismo tiempo se modificaron las normas del mercado de divisas a plazo, aumentando de seis meses a un año el plazo máximo de las operaciones. Finalmente, en abril se permitió una apreciación considerable de la peseta y se desalentó la entrada de capitales financieros obligando a los beneficiarios de créditos o préstamos exteriores a depositar en el Banco de España una cuarta parte de las cantidades dispuestas.

Cuentas extranjeras en pesetas.—A fin de evitar los problemas de exceso de liquidez causados por la fuerte entrada de capitales a corto plazo, la Orden Ministerial de 21 de junio de 1978, desarrollada por las Circulares núms. 34 y 150 del Banco de España, del día 23, reimplantó los depósitos obligatorios, sin interés, en el Banco de España por cuantía equivalente a los aumentos diarios que experimentarían, a partir del día 21 de junio, el conjunto de depósitos o imposiciones en cuentas extranjeras para pagos en España (Cuentas A) y el conjunto de los saldos acreedores de las cuentas extranjeras en pesetas convertibles (Cuentas B). El cálculo de los aumentos se realiza día a día de manera global para el conjunto de saldos de cada grupo de cuentas, comparando los saldos existentes al cierre de cada día con los habidos el día anterior, sin que quepa compensación de aumentos y disminuciones entre los dos grupos de cuentas A y B. El importe de los incrementos debe depositarse en el Banco de España el sexto día hábil posterior a haberse producido. Los depósitos obligatorios son independientes del coeficiente legal de caja y los activos computables en este coeficiente no pueden utilizarse como cobertura de los depósitos especiales.

También se prohibió el pago de intereses a las cuentas extranjeras en pesetas abiertas a partir del 22 de junio. De las cuentas abiertas con anterioridad, los depósitos o imposiciones a plazo se consideraron cancelados y dejaron, por consiguiente, de devengar intereses a partir de su vencimiento, y en cuanto a los depósitos a la vista y de ahorro, dejan de remunerarse a partir de la primera liquidación semestral que se efectúe.

En definitiva, las nuevas normas sobre depósitos obligatorios e intereses reproducen con fidelidad las dictadas en marzo de 1973, y que fueron derogadas en julio de 1977.

Cuentas extranjeras en divisas convertibles.—El marco jurídico para la actuación de la banca delegada en los mercados monetarios internacionales, tanto en lo que se refiere a la adquisición de recursos como a su empleo en el interior o exterior, se reguló por Circular núm. 3 D.E. del Banco

de España, de 12 de julio de 1974. La experiencia adquirida desde entonces en el funcionamiento de las cuentas extranjeras en divisas convertibles aconsejaron flexibilizar algunos aspectos de su regulación, de manera que a principios de este año se sustituyó la disposición anterior por la Circular núm. 9 D.E. del Banco de España, de 22 de enero de 1979.

En términos generales, puede decirse que la nueva Circular no ha modificado esencialmente la normativa establecida anteriormente. Las entidades delegadas siguen autorizadas para obtener recursos pasivos en moneda extranjera, sin necesidad de autorización previa del Banco de España, cuando se originen por la constitución de depósitos a la vista, de ahorro o a plazo a nombre de personas no residentes. Los titulares de estas cuentas pueden movilizarlas libremente mediante disposiciones en la misma divisa en la que se abre la cuenta, conversión a otras divisas convertibles contra la posición de la entidad delegada o mediante negociación en el mercado exterior, y, finalmente, liquidación a pesetas según las normas del mercado de divisas. A su vez, las entidades delegadas pueden colocar en el exterior las divisas recibidas, depositándolas en bancos extranjeros, concediendo créditos a su clientela no residente o invirtiéndolas en títulos de crédito denominados en divisas (1), o en el interior, financiando exportaciones e importaciones o concediendo préstamos en divisas. Las inversiones en activos frente a no residentes son libres, mientras que las inversiones en activos frente a residentes sólo lo son cuando se trata de créditos comerciales para financiar importaciones y exportaciones, mientras que, cuando se trata de créditos financieros se precisa la autorización previa individual otorgada por el Banco de España al beneficiario.

Se mantienen las restricciones sobre colocación de recursos en divisas distintas a las obtenidas, exigiéndose que los plazos de vencimiento de las operaciones activas sean iguales a los de los recursos y que, simultáneamente a la colocación en divisa distinta, se realice la correspondiente operación de cobertura en sentido contrario y con idéntico vencimiento al de la colocación. Igualmente se conservan los mismos límites de riesgos que pueden mantenerse con una persona física o jurídica extranjera: 5 % del importe total de los depósitos en divisas de la entidad delegada y 20 % del patrimonio neto o de los recursos propios del beneficiario.

La modificación más notable sobre la captación de recursos se refiere al aumento de la capacidad de endeudamiento en moneda extranjera de las entidades delegadas, del doble al triple de la suma del capital desembol-

(1) En la Circular 3 D.E. no se hacía mención de títulos de crédito sino únicamente de préstamos a clientela no residente.

sado más las reservas, excluidos los depósitos tomados de otras entidades delegadas. Respecto a la colocación de recursos, se amplían las oportunidades de inversión interior a la financiación en divisas de exportaciones de servicios, previa autorización del Banco de España, y se permite que el vencimiento de la financiación de exportaciones de mercancías exceda en un mes el plazo señalado para el pago, en vez de exigir que la financiación de las exportaciones amparadas en licencias por operación o licencias abiertas tengan, como máximo, el mismo plazo de vencimiento que la operación.

Otras modificaciones se refieren a la flexibilización de los plazos de colocación de los recursos en divisas. Anteriormente, los recursos obtenidos a la vista o a plazo inferior a tres meses, sólo podían colocarse a la vista o a plazo igual o inferior al de los recursos. De los recursos obtenidos entre tres meses y un año, podía colocarse a plazo superior a un año hasta un 25 %, y de los obtenidos entre uno y tres años, el 33 %. Los recursos obtenidos a más de tres años podían invertirse libremente. En la actualidad se distingue entre colocaciones en otras entidades delegadas o en el extranjero, cuya suma hasta un determinado plazo debe alcanzar como mínimo el 75 % de los recursos conseguidos hasta ese plazo, y colocaciones para financiar la clientela residente, cuyo plazo de vencimiento es libre. Como puede verse, la regulación actual de los depósitos a plazos cortos es más liberal que la establecida en la Circular 3 D.E.

Mercado a plazo de divisas.—En el Informe de 1976 puede verse una exposición resumida del funcionamiento del mercado de divisas a plazo tal como quedó configurado por la Circular núm. 7 D.E. del Banco de España, de 23 de abril de 1977. Aunque esta Circular supuso una ampliación de las posibilidades operativas de la banca delegada, que anteriormente sólo podía contratar divisas a plazo para cubrir los riesgos derivados de transacciones comerciales de exportación e importación, estableció una serie de requisitos y mecanismos destinados a que las operaciones realizadas en este mercado únicamente sirvieran para la cobertura de riesgos de las transacciones autorizadas. Estas restricciones coartaron excesivamente la iniciativa de las entidades delegadas. Para evitar aquellos inconvenientes, la Circular núm. 10 D.E. del Banco de España, de 22 de enero de 1979 flexibiliza los requisitos de contratación, ofrece posibilidades para la renovación automática de los contratos y amplía de 6 meses a un año el plazo máximo de cobertura.

Al igual que en la Circular núm. 7, se distingue entre operaciones de compraventa a plazo de divisas convertibles contra pesetas y operaciones de compraventa a plazo de divisas contra otras divisas convertibles. Dentro de las primeras, el plazo máximo de contratación se amplía, como se ha dicho,

de 6 meses a un año. Además, se abre la posibilidad de que en caso de incumplimiento del contrato de operación a plazo, tanto en el caso de exportaciones como de importaciones, pueda concertarse automáticamente una prórroga.

La nueva Circular continúa prohibiendo a la banca delegada que mantenga una posición «larga» en ninguna divisa a plazo, es decir, que la diferencia entre las compras y ventas de cada clase de divisas a plazo pendientes de vencimiento, excluidas las operaciones de cobertura exigidas cuando los recursos obtenidos en una divisa se colocan en otra distinta, sea positiva. Sin embargo, se permite un margen de tolerancia siempre que el saldo neto comprador en cada divisa no sobrepase los 50.000 dólares. Como, por otro lado, la posición de pesetas a plazo no puede ser «corta» al cierre de las operaciones, —es decir, que el conjunto de pesetas ordinarias y B compradas a plazo y pendientes de vencimiento no puede ser menor que el conjunto de pesetas ordinarias y A vendidas a plazo y pendientes de vencimiento—, el saldo neto comprador que se presente en una divisa debido a este margen de tolerancia ha de ser compensado con un saldo neto vendedor en las demás divisas.

Depósitos obligatorios en el Banco de España por préstamos o créditos financieros exteriores.—El efecto perturbador que sobre las disponibilidades líquidas ejercían las entradas excesivas de capitales procedentes de créditos y préstamos financieros del exterior movió a las autoridades españolas, en abril del presente año, a limitar su influencia. Sin embargo, por primera vez en la historia de las regulaciones crediticias con el extranjero, se ha recurrido a una medida indirecta de aumento de coste de la operación en vez de apelar a la propia normativa sobre control de cambios, que faculta al Banco de España para autorizar discrecionalmente los préstamos financieros provenientes del exterior, o en lugar de modificarla en el sentido de limitar o prohibir estas operaciones.

El Real-Decreto 922/ de 27 de abril de 1979, desarrollado por las Circulares núms. 48 y 168 del Banco de España, de 9 de mayo, obliga a las personas jurídicas españolas, sucursales en España de personas jurídicas extranjeras y personas físicas residentes en España, con exclusión del Tesoro, que reciban préstamos o créditos del exterior en moneda extranjera o en pesetas de cuentas extranjeras a constituir depósitos sin interés en el Banco de España por valor del 25 % de las cantidades dispuestas. La medida tiene un carácter transitorio, afectando a los créditos autorizados por el Banco de España entre el 28 de abril y el 31 de octubre de 1979. Quedan, por tanto, exentas las operaciones formalizadas por las partes con anterioridad y autorizadas por el Banco de España hasta el día 27 de abril.

Como los créditos exteriores se instrumentan, necesariamente, a través de las entidades crediticias, se encarga a éstas de la constitución de los depósitos en el Banco de España y de la retención de las cantidades correspondientes. Los depósitos se devuelven a medida que se amortizan los créditos y en su misma proporción.

Por si acaso el aumento en un tercio del coste financiero de los créditos exteriores no fuera suficiente para desalentar la demanda masiva de capitales, se faculta al Ministerio de Economía para fijar el importe global máximo de los préstamos y créditos financieros del exterior que puedan recibirse durante la vigencia del Decreto.

APENDICE ESTADISTICO

1. Producto y gasto interiores. 1968-1978.
2. Producto y gasto interiores. 1968-1978.
3. Deflatores implícitos de los componentes del PIB. 1968-1978.
4. Producto interior bruto al coste de los factores: composición. 1968-1978.
5. Producto interior bruto al coste de los factores. 1968-1978.
6. Renta nacional. Composición porcentual. 1968-1978.
7. Consumo privado nacional e interior. 1968-1978.
8. Formación bruta de capital de la nación. Clasificación por productos e instituciones. 1968-1978.
9. Cuenta de ingresos y gastos de las familias e instituciones privadas sin fines de lucro. 1968-1978.
10. Cuenta de ingresos y gastos de las empresas. 1968-1978.
11. Cuenta de ingresos y gastos de las administraciones públicas. 1968-1978.
12. Cuentas de operaciones de capital de la nación. Financiación y clasificación por productos e instituciones. 1968-1978.
13. Sector primario. Composición del valor de la producción total. 1968-1978.
14. Sector primario. Principales producciones físicas. 1967/68-1978.
15. Producción industrial. 1968-1978.
16. Construcción. Evolución anual de diferentes indicadores. 1968-1978.
17. Población activa por sectores. 1968-1978.
18. Población activa en paro por sectores. 1968-1978.
19. Precios agrícolas percibidos y pagados por el agricultor. 1968-1978.
20. Encuesta de salarios. Retribución media por hora trabajada y horas trabajadas. 1968-1978.
21. Salarios agrícolas e industriales. 1968-1978.
22. Precios de consumo. General y componentes. 1968-1978.
23. Precios al por mayor. General y principales componentes. 1968-1978.
24. Balance consolidado del sistema crediticio. 1975-1978.
25. Balance ajustado del Banco de España. 1975-1978.
26. Balance consolidado del sistema bancario. 1975-1978.
27. Balance ajustado de la banca. 1975-1978.
28. Balance ajustado de la banca comercial. 1975-1978.
29. Balance ajustado de la banca industrial. 1975-1978.
30. Balance consolidado de las cajas de ahorro. 1975-1978.
31. Balance consolidado del crédito oficial. 1975-1978.
32. Balance consolidado de cooperativas de crédito. 1975-1978.
33. Emisiones públicas en el mercado interior. 1974-1978.
34. Emisiones privadas brutas. 1974-1978.
35. Bonos de caja de bancos industriales. Emisiones autorizadas en 1978.
36. Colocación de las emisiones públicas y privadas. 1976-1977.
37. Negociación de valores en Bolsa. 1977-1978.
38. Entidades de financiación de ventas a plazos. Balance conjunto. 1971-1978.
39. Administraciones públicas. Presupuestos iniciales: clasificación económica de los ingresos. 1977-1979.

40. Administraciones públicas. Presupuestos iniciales: clasificación económica de los gastos. 1977-1979.
41. Presupuesto del Estado. Créditos iniciales y modificaciones en el año. 1976-1978.
42. Ejecución del Presupuesto del Estado. 1970-1978.
43. Estado: operaciones no financieras. 1970-1978.
44. Estado: financiación de las operaciones no financieras. 1970-1978.
45. Administración Central. Ingresos presupuestarios obtenidos. 1968-1978.
46. Administración Central. Ingresos impositivos obtenidos. 1968-1978.
47. Reservas internacionales. 1968-1978.
48. Balanza de Pagos (pesetas). 1976-1978.
49. Balanza de Pagos (dólares). 1976-1978.
50. Principales medidas de política monetaria adoptadas en el período enero 1978 - mayo 1979.

Producto y gasto interiores

Pesetas corrientes

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975 (a)	1976 (d)	1977 (e)	1978 (e)
1. Consumo privado nacional	1.729,8	1.953,4	2.291,8	2.737,8	3.409,5	4.033,4	4.868,7	6.073,6	7.364,6
2. Consumo público	229,3	261,7	303,9	371,0	469,4	587,7	719,8	939,5	1.246,3
3. Formación bruta de capital	644,4	679,9	836,3	1.066,7	1.398,9	1.538,4	1.707,7	1.994,5	2.174,8
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	596,5	617,8	762,5	976,1	1.258,8	1.425,8	1.605,6	...	...
<i>Variación de existencias</i>	47,9	62,1	73,8	90,6	140,4	112,6	102,1	...	...
4. Demanda interior (1 a 3).	2.603,5	2.895,0	3.432,0	4.175,5	5.277,8	6.159,5	7.296,2	9.007,6	10.785,7
5. Exportaciones de bienes y servicios (b)	339,0	408,4	480,7	592,1	709,1	771,7	976,1	1.314,7	1.715,1
6. Importaciones de bienes y servicios (c)	367,9	392,2	495,4	638,7	965,1	1.021,6	1.273,0	1.491,2	1.595,0
7. Saldo neto exterior (5 - 6)	-28,9	16,2	-14,7	-46,6	-256,0	-249,9	-296,9	-176,5	120,1
8. PIB A PRECIOS DE MERCADO (4 + 7)	2.574,6	2.911,2	3.417,3	4.128,9	5.021,8	5.909,6	6.999,4	8.831,1	10.905,8

Pesetas de 1970

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975 (a)	1976 (d)	1977 (e)	1978 (e)
1. Consumo privado nacional	1.729,8	1.808,3	1.964,4	2.112,8	2.229,9	2.269,7	2.333,2	2.339,0	2.371,7
2. Consumo público	229,3	241,7	254,9	275,4	294,7	312,4	329,5	344,3	370,1
3. Formación bruta de capital	644,4	638,5	737,2	842,5	904,7	860,2	835,9	821,7	772,4
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	596,5	579,3	671,1	767,2	818,2	798,5	786,7	...	...
<i>Variación de existencias</i>	47,9	59,2	66,1	75,3	86,5	61,7	49,2	...	...
4. Demanda interior (1 a 3).	2.603,5	2.688,5	2.956,5	3.230,7	3.428,4	3.442,3	3.498,6	3.505,0	3.514,2
5. Exportaciones de bienes y servicios (b)	339,0	383,6	423,5	469,6	465,1	459,0	502,2	554,4	618,2
6. Importaciones de bienes y servicios (c)	367,9	374,5	452,6	527,3	551,9	537,7	568,1	538,1	513,9
7. Saldo neto exterior (5 - 6)	-28,9	9,1	-29,1	-57,7	-86,8	-78,7	-65,9	16,3	104,3
8. PIB A PRECIOS DE MERCADO (4 + 7)	2.574,6	2.697,6	2.927,4	3.173,0	3.341,8	3.363,6	3.432,7	3.521,3	3.618,5

FUENTE: INE.

- (a) Provisional.
- (b) Incluye el consumo final en el territorio económico de no residentes.
- (c) Incluye el consumo final en el resto del mundo de las familias residentes.
- (d) Avance del INE.
- (e) Estimación del Banco de España.

Producto y gasto interiores

Pesetas corrientes

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975 (a)	1976 (e)	1977 (f)	1978 (f)
Consumo privado nacional	12,9	17,3	19,0	24,5	18,3	20,7	24,7	21,3
Consumo público	14,1	16,1	22,1	26,5	25,2	22,5	30,5	32,7
Formación bruta de capital	5,5	23,0	27,6	31,1	10,0	11,0	16,8	9,0
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	3,6	23,4	28,0	28,9	13,3	12,6	...	...
<i>Variación de existencias</i>	29,9	18,8	22,7	55,0	-19,8	-9,3	...	...
Demanda interior	11,2	18,5	21,7	26,4	16,7	18,4	23,5	19,7
Exportaciones de bienes y servicios (b)	20,5	17,7	23,2	19,8	8,8	26,5	34,7	30,4
Importaciones de bienes y servicios (c)	6,6	26,3	28,9	51,1	5,9	24,6	17,1	7,4
Saldo neto exterior (d)	217,0	449,4	- 2,4	18,8	-40,6	...
PIB A PRECIOS DE MERCADO.	13,1	17,4	20,8	21,6	17,7	18,4	26,2	23,5

Pesetas de 1970

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975 (a)	1976 (e)	1977 (f)	1978 (f)
Consumo privado nacional	4,5	8,6	7,6	5,5	1,8	2,8	0,2	1,3
Consumo público	5,4	5,5	8,0	7,0	6,0	5,5	4,5	7,5
Formación bruta de capital	-0,2	15,5	14,3	7,4	- 4,9	- 2,8	- 1,7	-6,0
<i>Formación bruta de capital fijo</i>	-2,9	15,8	14,3	6,6	- 2,4	- 1,5	...	...
<i>Variación de existencias</i>	23,7	17,6	14,0	14,9	-28,7	-20,4	...	...
Demanda interior	3,3	10,0	9,3	6,1	0,4	1,6	0,2	0,3
Exportaciones de bienes y servicios (b)	13,2	10,4	10,9	-0,9	- 1,3	9,4	10,4	11,5
Importaciones de bienes y servicios (c)	1,8	20,9	16,5	4,7	- 2,6	5,6	- 5,3	-4,5
Saldo neto exterior (d)	98,3	50,4	- 9,3	-16,7	...	6,4
PIB A PRECIOS DE MERCADO.	4,8	8,5	8,4	5,0	0,7	2,1	2,6	2,8

FUENTE: INE.

- (a) Provisional.
- (b) Incluye el consumo final en el territorio económico de no residentes.
- (c) Incluye el consumo final en el resto del mundo de las familias residentes.
- (d) Signo positivo indica crecimiento del déficit.
- (e) Avance del INE.
- (f) Estimación del Banco de España.

Deflatores implícitos de los componentes del PIB

Porcentajes

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975 (a)	1976 (b)	1977 (c)	1978 (c)
Consumo privado nacional	8,0	8,0	10,6	16,4	16,2	17,5	24,4	19,7
Consumo público	8,3	10,1	13,1	19,3	18,1	16,1	24,9	23,4
Formación bruta de capital	5,7	6,5	11,6	22,1	15,6	14,2	18,8	16,0
<i>Formación bruta capital fijo</i>	6,7	6,6	12,0	20,8	16,1	14,3	...	...
<i>Variación existencias</i>	5,0	6,5	7,6	14,4	12,3	13,9	...	...
Demanda interior	7,6	7,7	11,3	17,4	19,1	16,5	23,2	19,3
Exportaciones de bienes y servicios	6,4	6,6	11,1	24,6	20,2	15,6	22,0	16,9
Importaciones de bienes y servicios	4,7	4,5	10,6	44,6	44,3	18,0	23,7	12,5
PIB A PRECIOS DE MERCADO	7,9	8,2	11,4	15,5	16,9	16,0	23,0	20,1

FUENTE: INE.

(a) Provisional.

(b) Avance del INE.

(c) Estimación del Banco de España.

Producto interior bruto al coste de los factores: Composición

Pesetas corrientes

m. m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (a)	1978 (a)
1. Sector agrario y pesquero	285,1	326,8	364,9	434,2	485,0	547,0	609,9	783,5	...
2. Sector secundario	955,7	1.058,3	1.266,8	1.548,7	1.960,7	2.260,3	2.637,8	3.190,9	...
Sector industrial	747,7	836,2	1.008,4	1.217,5	1.524,2	1.768,3	2.077,8	2.522,3	...
Energía y agua	77,3	88,9	100,0	107,1	134,6	166,3	...	...	...
Extrac. y transf. de minerales	165,5	179,7	215,5	272,0	364,7	410,5	...	...	...
Industria transf. de metales	187,5	207,8	263,7	335,1	418,2	498,3	...	...	...
Otras ind. manufactureras	317,5	359,7	429,2	503,3	606,7	693,2	...	...	...
Sector construcción	208,0	222,1	258,4	331,2	436,5	492,0	560,0	668,6	...
3. Sector servicios	1.183,6	1.374,7	1.599,6	1.911,9	2.347,1	2.845,9	3.442,2	4.417,0	...
Transport. y comunicaciones	160,2	184,6	213,8	249,7	302,2	351,0	...	...	...
Comercio	292,3	337,1	391,0	457,5	568,1	690,6	...	...	...
Instituciones financieras y seguros	59,6	69,0	96,6	140,5	194,1	239,5	...	...	...
Alquileres de inmuebles	142,0	155,5	171,0	202,5	241,8	286,5	...	...	...
Servicios de admin. públicas	188,1	211,9	243,1	293,6	370,7	457,9	...	...	...
Enseñanza y sanidad privat.	50,8	62,3	76,1	91,2	113,0	144,2	...	...	...
Hostelerías, restaurantes y cafés	102,2	121,2	142,6	161,2	187,7	229,0	...	...	...
Otros servicios	188,5	233,0	265,4	315,8	369,5	447,2	...	...	...
4. PIB AL COSTE DE FACTORES (1 a 3)	2.424,4	2.759,8	3.231,3	3.894,8	4.792,8	5.653,2	6.689,9	8.391,4	...

Pesetas de 1970

m. m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (a)	1978 (a)
1. Sector agrario y pesquero	285,1	302,7	306,2	318,5	333,5	328,7	335,3	320,2	344,2
2. Sector secundario	955,7	999,8	1.135,4	1.252,4	1.325,5	1.309,6	1.338,9	1.382,8	1.398,0
Sector industrial	747,7	794,1	910,7	1.008,7	1.070,8	1.066,5	1.101,7	1.146,8	1.169,7
Energía y agua	77,3	81,8	91,2	95,5	100,4	98,7	...	...	...
Extrac. y transf. minerales	165,5	171,4	193,1	226,9	246,6	246,4	...	...	...
Industria transf. de metales	187,5	198,9	246,4	288,9	313,5	314,9	...	...	...
Otras ind. manufactureras	317,5	342,0	380,0	397,4	410,3	406,5	...	...	...
Sector construcción	208,0	205,7	224,7	243,7	254,7	243,2	237,2	236,0	230,1
3. Sector servicios	1.183,6	1.247,2	1.325,9	1.441,4	1.511,1	1.560,2	1.588,3	1.643,7	1.698,2
Transport. y comunicaciones	160,2	171,4	186,5	210,8	221,6	227,4	...	...	...
Comercio	292,3	302,3	317,4	337,6	349,4	352,9	...	...	...
Instituciones financieras y seguros	59,6	62,2	75,1	98,3	113,0	125,2	...	...	...
Alquileres de inmuebles	142,0	146,7	153,5	164,4	170,6	170,6	...	...	...
Servicios de admin. públicas	188,1	195,6	202,6	215,0	229,4	238,8	...	...	...
Enseñanza y sanidad privat.	50,8	55,1	59,6	65,0	70,1	75,2	...	...	...
Hostelerías, restaurantes y cafés	102,2	110,6	118,9	125,1	126,6	135,5	...	...	...
Otros servicios	188,5	203,3	212,3	225,2	230,4	234,6	...	...	...
4. PIB AL COSTE DE FACTORES (1 a 3)	2.424,5	2.549,7	2.767,5	3.012,3	3.170,1	3.198,6	3.262,5	3.346,7	3.440,4

FUENTE: INE.

(a) Estimación del Banco de España.

Producto interior bruto al coste de los factores

Pesetas corrientes

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (a)	1978 (a)
Sector agrario y pesquero	14,6	11,7	19,0	11,7	12,8	11,5	28,4	...
Sector secundario	10,7	19,7	22,3	26,6	15,3	16,7	20,5	...
Sector industrial	11,8	20,6	20,7	25,2	16,0	17,5	21,2	...
Energía y agua	15,0	12,5	7,1	25,7	23,6	...	...	...
Extrac. y transf. minerales	10,8	26,9	27,1	34,1	12,6	...	...	...
Industria transf. de metales	8,6	19,9	26,2	24,8	19,2	...	...	...
Otras industrias manufactureras	13,3	19,3	17,3	20,5	14,3	...	...	...
Sector construcción	6,8	16,3	28,2	31,8	12,7	13,8	18,2	...
Sector servicios	16,1	16,4	19,5	22,8	21,3	21,0	28,1	...
Transportes y comunicaciones	15,2	15,8	16,8	21,0	16,1	...	...	...
Comercio	15,3	16,0	17,0	24,2	21,6	...	...	...
Instituciones financieras y seguros	15,8	40,0	45,4	38,1	23,4	...	...	...
Alquileres de inmuebles	9,5	10,0	18,4	19,4	18,5	...	...	...
Servicios de adminis. públicas	12,7	14,7	20,8	26,3	23,5	...	...	...
Enseñanza y sanidad privadas	22,6	22,2	19,8	23,9	27,6	...	...	...
Hostelerías, restaurantes y cafés	18,6	17,7	13,0	16,4	22,0	...	...	...
Otros servicios	23,6	13,9	19,0	17,0	21,0	...	...	...
PIB AL COSTE DE FACTORES	13,8	17,1	20,5	23,1	18,0	18,3	25,2	...

Pesetas de 1970

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (a)	1978 (a)
Sector agrario y pesquero	6,2	1,2	4,0	4,7	-1,4	2,0	-4,5	7,5
Sector secundario	4,6	13,6	10,3	5,8	-1,2	2,2	3,2	1,1
Sector industrial	6,2	14,7	10,8	6,2	-0,4	3,3	4,2	2,0
Energía y agua	5,8	11,5	4,7	5,1	-1,7	...	...	...
Extrac. y transf. minerales	3,6	12,7	17,5	8,7	-0,1	...	...	...
Industria transf. de metales	6,1	23,9	17,2	8,5	0,4	...	...	...
Otras industrias manufactureras	7,7	11,1	4,6	3,2	-0,9	...	...	...
Sector construcción	-1,1	9,2	8,5	4,5	-4,5	-2,5	-0,5	-2,5
Sector servicios	5,4	6,3	8,7	4,8	3,2	1,8	3,4	3,3
Transportes y comunicaciones	7,0	8,8	13,0	5,1	2,6	...	...	...
Comercio	3,4	5,0	6,4	3,5	1,0	...	...	...
Instituciones financieras y seguros	4,4	22,0	30,9	15,0	10,8	...	...	...
Alquileres de inmuebles	3,3	4,6	7,1	3,8	—	...	...	...
Servicios de adminis. públicas	4,0	3,6	6,1	6,7	4,1	...	...	...
Hostelerías, restaurantes y cafés	8,5	8,4	9,1	7,8	7,3	...	...	...
Otros servicios	8,2	7,5	5,2	1,2	7,0	...	...	...
PIB AL COSTE DE LOS FACTORES	5,2	8,5	8,8	5,2	0,9	2,0	2,6	2,8

FUENTE: INE.

(a) Estimación del Banco de España.

Renta nacional. Composición porcentual

Porcentajes

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978 (a)
Remuneración de los asalariados (b)	57,2	57,9	59,6	59,8	60,3	62,4	64,7	65,3	64,6
Sueldos y salarios brutos	49,9	49,6	51,1	51,3	51,6	52,6	53,9	53,9	...
Cotizaciones sociales de los empresarios	7,3	8,3	8,5	8,5	8,7	9,8	10,7	11,4	...
Excedente neto de explotación (c)	42,8	42,1	40,4	40,2	39,7	37,6	35,3	34,7	35,4
Rentas de la propiedad y de la empresa de las familias e instituciones sin fines de lucro (d)	34,2	33,4	32,0	31,4	31,3	29,6	...	...	...
Rentas no distribuidas de las sociedades antes de la deducción de impuestos	7,6	8,1	7,8	8,1	7,6	7,0	...	...	...
Rentas de la propiedad y de la empresa de las administraciones públicas netas	1,7	1,2	1,1	1,2	1,4	1,5	...	...	...
Menos intereses pagados por las administraciones públicas	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,5	...	...	...
Renta nacional neta al coste de los factores	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

FUENTE: INE.

(a) Estimación del Banco de España.

(b) Incluye las remuneraciones de los asalariados, netas, del resto del mundo.

(c) Incluye las rentas de la propiedad y de la empresa, netas, del resto del mundo.

(d) Deducidos los intereses de la deuda.

Consumo privado nacional e interior

Pesetas corrientes

m. m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (a)	1978 (a)
1. Productos alimenticios, bebidas y tabaco	647,2	721,9	821,5	977,6	1.205,2	1.408,9	...	...	...
2. Vestidos y calzado	183,0	207,3	252,0	304,5	367,5	415,3	...	...	...
3. Alquiler, calefacción y alumbrado	253,0	276,6	306,4	366,7	470,2	556,2	...	...	...
4. Bienes de consumo duradero	153,8	172,1	206,6	239,9	299,3	343,3	...	...	...
5. Otros bienes y servicios.	493,0	575,5	705,3	849,1	1.067,2	1.309,7	...	...	...
6. Consumo privado nacional (1 a 5)	1.730,0	1.953,4	2.291,8	2.737,8	3.409,4	4.033,4	4.868,7	6.073,6	7.364,6
7. Compras directas en el interior de las familias no residentes	130,3	160,5	178,8	206,4	209,7	230,7	267,6	363,9	...
8. Menos. Compras directas en el exterior de las familias residentes	-16,7	-19,7	-25,4	-33,8	-32,0	-39,1	-47,3	-76,2	...
9. Consumo privado interior (6 a 8)	1.843,4	2.094,2	2.445,2	2.910,4	3.587,1	4.225,0	5.089,0	6.361,3	...

Pesetas corrientes

Porcentajes

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Productos alimenticios, bebidas y tabaco	37,4	37,0	35,0	35,7	35,3	34,9	...	...	...
Vestidos y calzado	10,6	10,6	11,0	11,1	10,8	10,3	...	...	...
Alquiler, calefacción y alumbrado	14,6	14,9	13,4	13,4	13,8	13,8	...	...	...
Bienes de consumo duradero	8,9	8,8	9,0	8,8	8,8	8,5	...	...	...
Otros bienes y servicios	28,5	31,1	30,8	31,0	31,3	32,5	...	...	...
Consumo privado nacional	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	...	...	...

FUENTE: INE.

(a) Estimación del Banco de España.

Formación bruta de capital de la nación. Clasificación por productos e instituciones

Pesetas corrientes

m. m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (a)	1978 (a)
POR PRODUCTOS:											
1. Formación bruta de capital fijo	596,5	617,8	762,4	976,1	1.285,5	1.425,9	1.605,6	1.867,3	...
Inmuebles residenciales y otras construcciones	359,5	384,2	461,3	591,5	769,0	882,0	983,4	1.158,4	...
Material de transporte	67,9	61,2	83,8	113,1	149,2	160,3	...	...	...
Maquinaria y otro material de equipo	169,1	172,4	217,3	271,5	340,3	383,6	...	...	...
2. Variación de existencias	47,9	62,1	73,8	90,6	140,4	112,6	102,1	127,2	...
FORMACION BRUTA DE CAPITAL (1+2=3+4).	644,4	679,9	836,2	1.066,7	1.398,9	1.538,5	1.707,7	1.994,5	2.174,8
POR INSTITUCIONES:											
3. Administraciones públicas	66,2	87,6	91,1	101,8	126,3	169,4	190,8	230,2	275,6
4. Privada (empresas públicas, privadas y resto sectores)	578,2	592,3	745,1	964,9	1.272,6	1.369,1	1.516,8	1.764,3	1.899,2

Pesetas corrientes

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (a)	1978 (a)
POR PRODUCTOS:											
Formación bruta de capital fijo	3,6	23,4	28,0	28,9	13,3	12,6	...	...
Inmuebles residenciales y otras construcciones	6,9	20,1	28,2	30,0	14,7	11,5	17,8	...
Material de transporte	-9,9	36,9	35,0	31,9	7,4	...	...	...
Maquinaria y otro material de equipo	2,0	26,0	24,9	25,3	12,7	...	...	...
Variación de existencias	29,6	18,8	22,8	55,0	-19,8	-9,3	24,6	...
FORMACION BRUTA DE CAPITAL	5,5	23,0	27,6	31,1	10,0	11,0	16,8	9,0
POR INSTITUCIONES:											
Administraciones públicas	32,3	4,0	11,7	24,0	34,1	12,6	20,6	19,7
Privada (empresas públicas, privadas y resto sectores)	2,4	25,8	29,5	31,9	7,6	10,8	16,3	7,6

FUENTE: INE.

(a) Estimación del Banco de España.

Cuenta de ingresos y gastos de las familias e instituciones privadas sin fines de lucro

Pesetas corrientes

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (b)	1978 (b)
RECURSOS:											
Remuneración de los asalariados (a)	1.245,6	1.443,5	1.753,8	2.136,6	2.649,5	3.218,9	3.943,2	5.007,8	6.159,6
<i>Sueldos y salarios</i>	1.043,5	1.193,1	1.447,3	1.763,1	2.185,6	2.602,3	3.173,9	3.952,3	4.821,2
<i>Cotizaciones sociales de los trabajadores y de los empresarios</i>	202,1	250,4	306,5	373,5	463,9	616,6	769,3	1.055,5	1.338,4
Rentas de la propiedad y empresa	745,5	831,9	942,1	1.121,2	1.375,7	1.525,7	1.714,0	2.091,0	2.551,0
Prestaciones sociales	180,0	225,8	262,7	327,6	394,5	501,5	633,4	855,2	1.198,7
Transferencias corrientes netas de las administraciones públicas	- 16,9	- 16,1	- 16,8	- 19,4	- 24,9	- 26,5	- 32,4	- 40,5	- 51,8
Transferencias corrientes netas del resto del mundo	32,7	38,4	38,5	52,9	49,4	55,7	65,6	83,3	103,7
Menos. Impuestos directos sobre economías domésticas	- 29,7	- 38,6	- 47,3	- 66,0	- 84,9	-115,1	-155,4	- 218,2	- 366,6
Menos. Cotizaciones sociales	-202,1	-250,4	-306,5	-373,5	-463,9	-616,6	-769,3	-1.055,5	-1.338,4
RENTA DISPONIBLE = TOTAL RECURSOS = TOTAL EMPLEOS	1.955,0	2.234,4	2.626,5	3.179,4	3.895,4	4.543,6	5.399,1	6.723,1	8.256,2
EMPLEOS:											
Consumo privado	1.729,8	1.953,4	2.291,8	2.737,8	3.409,5	4.033,4	4.868,8	6.073,6	7.364,6
Ahorro de las economías domésticas	225,2	281,0	334,7	441,6	485,9	510,2	530,2	649,5	891,6

Pesetas corrientes

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (b)	1978 (b)
RECURSOS:											
Remuneración de los asalariados (a)	15,9	28,4	21,8	24,0	21,5	22,5	27,0	23,0
<i>Sueldos y salarios</i>	14,2	21,3	21,8	24,1	19,2	21,9	24,5	22,0
<i>Cotizaciones sociales de los trabajadores y de los empresarios</i>	24,5	22,4	21,9	23,7	32,5	24,7	37,2	26,8
Rentas de la propiedad y empresa	11,6	13,2	19,0	22,7	10,9	12,3	22,0	22,0
Prestaciones sociales	25,4	16,3	24,7	20,4	27,1	26,3	35,0	40,2
Transferencias corrientes netas de las administraciones públicas	- 4,7	4,3	15,5	37,6	15,0	22,2	25,0	28,0
Transferencias corrientes netas del resto del mundo	17,4	0,3	37,4	- 6,6	12,8	17,7	27,0	24,5
Menos. Impuestos directos sobre economías domésticas	30,0	22,5	39,5	28,6	35,6	35,0	40,3	68,0
Menos. Cotizaciones sociales	24,5	22,4	21,9	23,7	32,5	24,7	37,2	26,8
RENTA DISPONIBLE = TOTAL RECURSOS = TOTAL EMPLEOS	14,3	17,5	21,1	22,5	16,6	18,8	24,5	22,8
EMPLEOS:											
Consumo privado	12,9	23,7	19,5	24,5	18,3	20,7	24,7	21,3
Ahorro de las economías domésticas	24,8	18,9	31,9	10,0	5,0	3,9	22,5	37,3

FUENTE: INE.

- (a) Incluye las remuneraciones de los asalariados, netas del resto del mundo.
(b) Estimación del Banco de España.

Cuenta de ingresos y gastos de las empresas

Pesetas corrientes

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976 (a)	1977 (a)	1978 (a)
RECURSOS:											
Excedente bruto de explotación	1.171,6	1.308,5	1.469,3	1.747,4	2.129,6	2.417,2	2.725,3	3.410,0	4.245,6
EMPLEOS:											
Impuestos netos sobre la renta y el patrimonio	56,8	66,9	76,8	90,4	109,2	137,5	177,5	208,0	240,0
Rentas netas distribuidas de la propiedad y de la empresa	778,9	856,5	966,4	1.146,0	1.404,3	1.583,5	1.811,1	2.218,3	2.696,8
Transferencias netas corrientes diversas	3,1	2,4	3,7	5,2	5,8	7,2	7,2	9,0	13,0
Ahorro bruto	332,8	382,7	422,4	505,8	610,3	689,0	729,5	947,7	1.295,8

Pesetas corrientes

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976 (a)	1977 (a)	1978 (a)
RECURSOS:											
Excedente bruto de explotación	11,7	14,4	18,9	21,8	13,5	12,7	21,5	24,9
EMPLEOS:											
Impuestos netos sobre la renta y el patrimonio	17,8	14,8	17,7	21,6	25,9	29,0	17,2	15,4
Rentas netas distribuidas de la propiedad y de la empresa	10,0	12,8	18,6	22,5	12,7	14,3	22,4	21,5
Transferencias netas corrientes diversas	-22,6	54,2	40,5	9,6	24,1	—	25,0	44,4
Ahorro bruto	15,0	10,3	19,7	20,7	12,8	5,8	33,6	32,9

FUENTE: INE.

(a) Estimación del Banco de España.

Cuenta de ingresos y gastos de las administraciones públicas

Pesetas corrientes

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977(b)	1978(b)
RECURSOS:											
Excedente bruto de explotación	7,7	8,3	10,2	12,7	16,4	19,9	24,4	30,5	36,1
Rentas netas de la propiedad y de la empresa	21,7	14,3	13,3	20,4	36,5	46,8	63,6	82,5	79,8
Impuestos (a)	292,1	330,3	390,1	485,0	548,9	665,1	826,0	1.047,9	1.309,7
Cotizaciones sociales	202,1	250,4	306,5	373,5	463,9	616,6	769,3	1.055,5	1.338,4
Transferencias netas corrientes diversas	19,4	18,2	19,7	23,5	29,1	31,4	37,1	20,8	40,0
Menos. Subvenciones de explotación	- 55,5	- 73,4	- 80,0	- 94,5	-125,7	-155,9	-183,5	-237,0	- 283,2
Menos. Prestaciones sociales	-180,0	-225,8	-217,7	-327,6	-394,6	-501,5	-633,4	-855,3	-1.198,7
RECURSOS = EMPLEOS = RENTA DISPONIBLE DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS	307,5	322,3	442,1	493,0	574,5	722,4	903,5	1.144,9	1.322,1
EMPLEOS:											
Consumo público	229,3	261,7	303,9	371,0	469,5	587,7	719,8	939,5	1.246,3
Ahorro bruto	78,2	60,6	93,2	122,0	105,0	134,7	183,7	205,4	75,8

Pesetas corrientes

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977(b)	1978(b)
RECURSOS:											
Excedente bruto de explotación	7,8	22,9	24,5	29,1	21,3	22,6	25,0	18,4
Rentas netas de la propiedad y de la empresa	-21,9	-10,7	7,4	78,9	28,2	35,9	29,7	- 3,3
Impuestos (a)	13,1	18,1	24,3	13,2	21,2	24,2	26,8	25,0
Cotizaciones sociales	23,9	22,4	21,9	24,2	32,9	24,7	37,2	26,8
Transferencias netas corrientes diversas	- 6,2	8,2	19,2	23,8	7,9	7,9	-44,0	92,0
Menos. Subvenciones de explotación	32,3	9,0	18,1	33,0	24,0	24,0	29,1	19,4
Menos. Prestaciones sociales	25,4	- 3,6	50,5	20,5	27,1	27,1	35,0	40,1
RECURSOS = EMPLEOS = RENTA DISPONIBLE DE LAS ADMINISTRACIONES PUBLICAS	4,8	37,2	11,5	16,5	25,7	25,0	26,7	15,5
EMPLEOS:											
Consumo público	14,1	16,1	22,1	26,5	25,2	22,4	30,5	32,7
Ahorro bruto	-22,5	53,7	30,9	-13,9	28,2	36,4	11,8	-63,1

FUENTE: INE.

- (a) Impuestos ligados a la producción y a la importación (indirectos) y sobre la renta y el patrimonio (directos).
 (b) Estimación del Banco de España.

Cuentas de operaciones de capital de la nación. Financiación y clasificación por productos e instituciones

Pesetas corrientes

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977(a)	1978(a)
RECURSOS:											
Ahorro nacional bruto	636,1	724,3	850,3	1.609,4	1.201,2	1.333,9	1.443,4	1.829,6	2.263,2
Ahorro bruto administraciones públicas	78,2	60,6	93,2	122,0	105,0	134,7	183,7	205,4	75,8
Ahorro bruto de sociedades	332,8	382,7	422,4	505,8	610,3	689,0	729,5	974,7	1.295,8
Ahorro de las familias e instituciones sin fines de lucro	225,1	281,0	334,7	441,6	485,9	510,2	530,2	649,5	891,6
Transferencias netas de capital procedentes del resto del mundo	13,4	15,6	17,8	29,5	16,9	11,1	12,0	13,4	15,7
RECURSOS = EMPLEOS	649,5	739,9	868,1	1.098,9	1.218,1	1.345,0	1.455,4	1.843,0	2.278,9
EMPLEOS:											
Formación bruta de capital	644,3	679,9	836,2	1.066,7	1.398,9	1.538,5	1.707,7	1.994,5	2.174,8
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación	5,2	60,0	31,9	32,2	-180,8	-193,5	-252,3	-151,5	104,1

Pesetas corrientes

Tasas de crecimiento

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977(a)	1978(a)
RECURSOS:											
Ahorro nacional bruto	13,9	17,4	25,8	12,3	11,0	8,2	26,7	23,6
Ahorro bruto administraciones públicas	-22,5	53,8	30,9	-13,9	28,3	36,4	11,8	-63,1
Ahorro bruto de sociedades	15,0	10,4	19,7	20,7	12,9	5,9	33,6	32,9
Ahorro de las familias e instituciones sin fines de lucro	24,8	19,1	31,9	10,0	5,0	3,9	22,5	37,3
Transferencias netas de capital procedentes del resto del mundo	16,4	14,1	65,7	-42,7	-34,3	8,1	11,7	17,1
RECURSOS = EMPLEOS	13,9	17,3	26,6	10,8	10,4	8,2	26,6	23,6
EMPLEOS:											
Formación bruta de capital	5,5	23,0	27,6	31,1	10,0	11,0	16,8	9,0
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación de la nación	1.053,8	-46,8	0,9	...	7,0	30,3	-40,0	...

FUENTE: INE.

(a) Estimación del Banco de España.

Sector primario. Composición del valor de la producción total

Pesetas corrientes

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977 (a)	1978
Agricultura	182,1	192,5	184,0	221,8	235,5	294,5	345,4	391,7	446,1	591,1	...
Cereales, leguminosas y paja	47,8	45,2	36,2	57,5	47,8	48,1	70,4	74,6	78,5	108,2	...
Feculentas	18,4	17,7	16,3	16,6	20,7	26,4	24,9	33,9	48,5	48,0	...
Vino y subproductos	13,4	13,7	12,9	15,3	21,3	30,4	36,7	34,0	34,3	43,7	...
Aceites y subproductos	10,0	18,5	14,3	18,3	16,6	25,2	30,4	30,1	36,2	35,3	...
Hortalizas	37,7	38,5	42,4	45,4	52,1	69,5	78,9	87,9	100,7	151,1	...
Frutas	35,5	39,6	40,4	42,9	49,6	62,7	67,7	80,9	78,7	120,9	...
Cultivos industriales	14,7	14,4	17,1	20,2	21,0	23,8	26,0	38,2	54,4	61,9	...
Resto (b)	4,6	4,9	4,4	5,6	6,4	8,4	10,4	12,1	14,8	22,0	...
Ganadería	117,4	129,4	136,7	151,8	178,7	202,2	247,5	284,8	330,6	402,1	...
Carne	71,3	81,5	83,3	91,7	112,8	133,3	162,2	187,0	219,5	264,0	...
Leche	27,1	29,4	31,5	35,1	41,6	45,0	53,9	66,6	79,0	91,7	...
Huevos	17,9	17,3	20,8	24,1	23,2	21,7	29,3	29,6	30,1	44,0	...
Resto (c)	1,1	1,2	1,1	0,9	1,1	2,2	2,1	1,6	2,0	2,4	...
Forestal	11,2	12,7	14,0	14,7	17,4	18,0	27,5	25,8	29,6	35,8	...
Pesca (d)	21,6	22,3	25,9	33,3	37,9	46,6	53,7	61,2	80,6	93,3	...
TOTAL	332,3	356,9	360,6	421,6	469,5	561,3	674,1	763,5	886,9	1.122,3	...

FUENTE: Ministerio de Agricultura e INE.

(a) Avance.

(b) Condimentos, varios, praderas artificiales y forrajes, semilla y flores.

(c) Lana, miel y cera, estiércol.

(d) No se dispone de una serie temporal del valor de la producción anual pesquera obtenible a partir de la Contabilidad Nacional. Se ha optado por tomar los valores anuales de la pesca marítima desembarcada, procedentes de la Dirección General de Pesca Marítima y recogidos en el «Boletín del Instituto Nacional de Estadística».

Sector primario. Principales producciones físicas (a)

	1967-68	1968-69	1969-70	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978 (b)
AGRICULTURA:												
Trigo (millones de Qm.)	56,0	53,1	46,2	40,6	54,6	45,6	39,7	45,3	43,0	44,3	40,6	48,0
Cebada (millones de Qm.)	26,3	34,4	39,7	31,0	47,8	43,6	44,0	54,0	67,3	54,7	67,7	79,5
Maiz (millones de Qm.)	12,0	14,7	15,1	18,2	20,6	19,2	20,4	19,9	17,9	15,4	18,9	19,3
Patata (millones de Qm.)	45,1	45,5	47,9	54,3	47,8	52,7	55,8	56,9	53,4	56,6	58,8	53,3
Vino (millones de Hl.)	23,1	23,1	24,5	24,3	24,0	26,6	40,0	40,0	32,5	24,3	21,8	29,0
Aceite (c) (millones de Qm.)	2,6	4,8	3,8	3,8	3,4	4,4	4,4	3,3	4,6	3,9	3,5	4,6
Naranja (millones de Qm.)	18,2	16,2	21,9	16,2	17,7	22,4	20,6	18,9	19,9	17,8	17,6	15,5
Remolacha (millones de Qm.)	42,8	46,2	49,8	54,3	62,1	52,2	55,0	39,9	63,4	101,7	83,1	82,3
GANADERIA:												
Carne:												
Vacuno (miles de Tm.)	215	243	256	308	324	303	371	416	454	418	431	391
Porcino (miles de Tm.)	417	419	436	492	475	461	589	710	602	649	735	803
Ovino (miles de Tm.)	122	118	117	127	124	126	131	142	136	134	131	130
Aves (miles de Tm.)	257	257	297	316	318	329	600	608	631	696	735	755
Leche (d) (millones de litros)	3.356	3.679	3.968	4.895	4.800	5.045	5.331	5.430	5.498	5.859	5.891	6.107
Huevos (millones de docenas)	546	546	610	612	616	621	475	543	685	741	794	737
FORESTAL:												
Madera (e) (millones de m ³)	5,9	6,2	6,4	8,6	8,8	9,1	9,4	10,4	11,4	11,6	...	...
PESCA:												
Capturas (f) (miles de Tm.)	1.152	1.185	1.195	1.202	1.204	1.337	1.341	1.257	1.293	1.461	1.340	...

FUENTE: Ministerio de Agricultura, Servicio Sindical de Estadística e INE.

- (a) Las cifras correspondientes a los períodos 1967-68 hasta 1969-70 corresponden a campañas agrícolas, y las posteriores a años civiles.
 (b) Provisional.
 (c) De olivo y orujo.
 (d) Incluye vaca, oveja y cabra.
 (e) Prados naturales y pastizales. La cifra de la campaña 1970-71 no es comparable con la de años anteriores, al variar los criterios de estimación.
 (f) Las cifras corresponden al primero de los dos años comprendidos en cada campaña agrícola.

Producción industrial (a)

Medias anuales

Índice base 100 = 1962

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Índice general	186,3	215,3	237,8	245,0	284,1	326,9	357,2	333,6	354,3	397,8	...
Industrias extractivas	109,1	108,0	105,9	109,8	110,6	102,2	106,8	110,1	112,0	124,9	...
Agua, gas y electricidad	199,0	226,2	245,0	268,9	296,4	329,4	351,2	357,2	392,8	405,8	...
Industrias manufactureras	190,7	221,9	246,3	252,6	295,1	342,1	374,7	347,2	368,1	415,9	...
Alimentación, bebidas y tabaco	181,7	201,4	249,7	234,2	241,5	300,7	333,7	308,2	324,6	355,8	...
Textiles	110,5	128,7	134,0	134,7	141,0	142,7	143,7	128,2	122,2	128,0	...
Vestido y calzado	199,8	230,3	224,9	285,1	257,1	250,8	252,5	243,9	403,1	454,6	...
Metálicas básicas	225,5	276,4	312,1	310,3	394,4	469,3	567,3	520,1	565,4	576,7	...
Transformados metálicos	238,8	289,4	310,9	310,2	395,4	480,0	492,7	471,2	477,1	614,8	...
Químicas	223,3	256,6	268,5	319,2	370,5	401,2	474,3	431,5	534,5	570,3	...
Otras industrias manufactureras	173,3	194,5	222,3	232,4	271,6	304,1	340,6	310,3	306,8	315,8	...

FUENTE: INE.

(a) Excluida la construcción.

Construcción. Evolución anual de diferentes indicadores

Construcción de viviendas

Miles de viviendas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1. Calificaciones provisionales	288,5	165,6	269,0	212,7	202,5	258,9	228,4	218,7	201,2	164,9	144,4
2. Viviendas protegidas terminadas	133,3	158,1	184,2	182,8	190,4	177,4	176,0	196,3	162,4	163,9	159,0
3. Viviendas libres terminadas	114,7	112,3	122,8	128,2	145,9	171,2	182,7	177,9	157,5	158,4	173,6
4. Viviendas terminadas (2 + 3)	248,1	270,3	308,1	318,9	336,7	348,5	358,5	374,4	319,8	322,3	332,6
5. Viviendas proyectadas libres	260,4	237,0	194,2	201,7	344,3	457,2	394,8	228,1	251,7	264,9	230,2
6. Viviendas proyectadas oficiales	226,0	255,1	155,8	156,0	253,8	239,2	175,3	160,7	126,2	140,3	110,8
7. Viviendas proyectadas total (5 + 6)	486,4	492,1	350,0	357,7	598,1	696,4	570,1	388,8	377,9	405,2	341,0

Consumo aparente de cemento

Miles de toneladas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1. Ventas	15.361,2	16.009,2	16.594,8	17.148,0	19.586,4	22.305,6	23.628,0	23.977,2	25.390,8	28.270,8	30.043,2
2. Importaciones	156,2	222,6	126,6	66,7	41,0	179,0	36,5	11,1	13,1	7,3	9,1
3. Exportaciones	58,8	89,3	146,6	610,8	752,1	876,2	1.511,3	3.139,8	4.109,8	6.493,3	8.010,4
4. Consumo aparente (1 + 2 - 3)	15.458,6	16.142,5	16.574,8	16.603,9	18.875,3	21.608,4	22.153,2	20.848,5	21.294,1	21.784,8	22.041,9

Índice de edificación y construcción

Índice base 100 = 1962

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1. Índice de edificación y construcción (a)	168,7	182,1	188,2	199,6	231,4	278,0	300,6	274,1	274,5	254,5	251,5

FUENTE: Grupo de Empresas de Obras Públicas de Ambito Nacional (SEOPAN), Instituto Nacional de la Vivienda, Ministerio de Comercio e INE.

(a) Medias anuales. Producción interna de cemento, fibrocemento, porcelana y azulejos, refractarios y vidrio, incluyéndose también las importaciones de cemento.

Población activa por sectores

Medias anuales

Miles de personas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Agricultura	3.953,5	3.827,0	3.657,5	3.480,0	3.262,0	3.200,5	3.076,0	2.899,5	2.799,3	2.672,3	2.584,5
Industria	3.341,5	3.444,5	3.466,5	3.586,0	3.367,0	3.460,5	3.548,0	3.597,5	3.568,0	3.518,0	3.503,3
Construcción	1.039,5	1.073,0	1.100,5	1.118,0	1.239,0	1.261,0	1.305,0	1.340,8	1.362,5	1.368,0	1.369,0
Servicios	3.892,5	3.972,0	4.176,5	4.408,0	4.760,0	4.958,5	5.087,0	5.127,5	5.221,3	5.231,0	5.326,0
Activos no clasificados	37,0	47,0	60,0	76,0	408,0	478,0	464,5	409,7	335,7	315,7	397,7
TOTAL	12.264,0	12.363,5	12.461,0	12.667,0	13.037,0	13.358,5	13.480,5	13.375,0	13.286,8	13.195,0	13.180,5

Porcentajes

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Agricultura	32,23	30,95	29,35	27,47	25,02	23,95	22,81	21,67	21,1	20,2	19,6
Industria	27,24	27,86	27,81	28,30	25,82	25,90	26,32	26,89	26,9	26,7	26,6
Construcción	8,47	8,67	8,83	8,82	9,50	9,43	9,68	10,02	10,2	10,4	10,4
Servicios	31,73	32,12	33,51	34,79	36,51	37,11	37,73	38,33	39,3	40,3	40,4
Activos no clasificados	0,33	0,40	0,50	0,62	0,15	0,61	3,46	3,09	2,5	2,4	3,0
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Tasa de actividad (a)	36,9	37,0	37,0	37,1	37,8	38,3	38,2	37,5	36,9	36,3	35,8

FUENTE: INE.

(a) Relación entre población activa y población total.

Población activa en paro por sectores

Medias anuales

Miles de personas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Agricultura	35,5	30,0	26,5	27,0	60,0	53,5	55,0	79,3	75,0	74,3	86,7
Industria	34,0	29,5	28,5	44,0	52,0	53,5	55,0	89,0	102,5	104,5	151,7
Construcción	20,0	20,0	22,5	31,0	44,0	46,5	57,0	121,8	159,3	152,8	195,0
Servicios	15,5	12,5	21,5	29,0	55,0	70,5	83,0	100,8	123,5	125,4	169,8
Buscan empleo por primera vez y no clasificados	21,0	26,5	34,0	61,0	67,0	79,0	103,5	123,6	198,8	291,5	387,8
TOTAL	126,0	118,5	133,0	193,0	278,0	303,0	353,5	514,5	658,3	748,5	991,0

Porcentajes sobre el correspondiente grupo de población activa (a)

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Agricultura	0,89	0,78	0,72	0,77	1,83	1,67	1,78	2,73	2,67	2,78	3,35
Industria	1,01	0,85	0,82	1,22	1,54	1,54	1,55	2,47	2,87	2,97	4,33
Construcción	1,92	1,86	2,04	2,77	3,55	3,68	4,36	9,08	11,69	11,16	14,24
Servicios	0,39	0,31	0,51	0,65	1,15	1,42	1,63	1,96	2,36	2,35	3,19
Buscan empleo por primera vez y no clasificados	56,70	56,30	56,60	80,20	16,42	16,52	22,80	30,10	59,20	92,30	97,50
TOTAL	1,02	0,95	1,06	1,52	2,13	2,26	2,62	3,84	4,95	5,67	7,50

FUENTE: INE.

(a) Los porcentajes se han obtenido dividiendo la media anual de paro por la media anual de población activa de cada sector presentada en el Apéndice 17.

Precios agrícolas percibidos y pagados por el agricultor

Medias anuales

Indice base 100 = 1976

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
INDICE DE PRECIOS PERCI- BIDOS:											
1. General (a)	52,4	55,1	54,0	57,4	62,9	71,4	77,6	90,6	100,0	126,3	142,8
Productos agrícolas	52,0	55,4	53,9	56,4	61,5	71,8	76,1	90,8	100,0	133,0	147,7
Ganado y productos gana- deros	53,3	54,5	54,3	59,4	65,7	70,5	80,6	90,4	100,0	114,9	134,6
INDICE DE PRECIOS PAGADOS:											
2. General (a)	52,9	53,8	55,1	57,7	58,5	65,0	84,6	91,4	100,0	110,2	122,8
Fertilizantes	52,5	53,4	54,8	56,3	57,6	62,1	86,4	97,0	100,0	105,1	122,6
Semillas	48,0	48,9	51,3	52,1	53,6	56,9	68,7	74,4	100,0	115,8	124,3
Pienso	55,3	56,3	57,9	61,7	62,3	72,1	89,1	92,4	100,0	109,5	121,2
Mecanización	48,8	48,8	48,8	51,0	51,4	52,6	86,4	94,0	100,0	114,3	126,6
3. Indice de paridad (1/2) : 100	99,1	102,4	98,0	99,5	107,5	109,8	91,7	99,1	100,0	114,6	116,3

FUENTE: Ministerio de Agricultura.

(a) Indices anuales no coincidentes con la media anual de los índices mensuales. Se produce un cambio de ponderación y base en 1976. Los índices de años anteriores se han obtenido trasladando la base del anterior índice de 1964 a 1976.

Encuesta de salarios. Retribución media por hora trabajada y horas trabajadas

Retribución media por hora trabajada

Medias anuales

Pesetas/hora

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Industria (sin construcción) ..	32,36	36,11	41,04	46,59	54,49	65,11	81,83	107,2	140,5	...	...
Extractivas	46,03	52,43	58,98	65,47	76,26	95,33	124,22	153,9	203,4	...	...
Agua, gas y electricidad ...	46,04	51,23	59,21	70,63	85,69	98,87	120,29	159,1	203,7	...	...
Manufactureras	31,13	34,67	39,43	44,79	52,23	62,77	78,88	103,4	135,8	...	...
Construcción	24,86	27,36	31,59	36,51	43,06	51,66	69,93	89,5	117,7	...	...
Comercio, banca y seguros ..	38,67	43,82	49,19	56,13	64,95	77,30	95,74	125,2	153,3	...	...
TOTAL (a)	31,44	35,12	40,09	45,73	53,55	64,14	81,30	106,2	138,3	...	...

Horas trabajadas (normales y extraordinarias)

Media anual de los cuatro trimestres

Millones de horas

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Industria (sin construcción) ..	389,1	392,4	402,2	404,7	406,3	404,2	402,0	383,4	362,6	...	...
Extractivas	20,2	20,1	19,9	19,1	18,4	16,3	13,5	15,0	12,8	...	...
Agua, gas y electricidad ...	11,9	12,3	12,9	13,0	13,0	12,5	12,7	12,8	12,4	...	...
Manufactureras	357,0	360,0	369,4	372,5	374,9	375,4	375,8	355,6	337,4	...	...
Construcción	109,0	106,6	101,8	99,1	92,9	92,8	97,5	91,5	81,4	...	...
Comercio, banca y seguros ..	49,5	50,5	52,8	54,5	55,2	56,1	58,8	58,5	57,0	...	...
TOTAL (a)	547,6	549,5	556,8	558,3	554,4	553,1	558,3	533,4	501,0	...	...

FUENTE: INE.

(a) De los sectores que incluye la encuesta.

Salarios agrícolas e industriales

Medias anuales

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
AGRICULTURA (a):											
Salarios agrícolas	27,9	30,5	35,3	38,2	43,4	51,7	68,4	79,8	100,0	128,3	162,5
INDUSTRIA (b):											
Coste salarial por hora trabajada	238,3	256,6	306,6	354,2	407,9	477,6	637,6	832,5	1.007,8	1.332,6	...
Coste salarial por persona ocupada	229,5	248,9	299,3	344,1	410,3	485,3	607,8	769,1	928,8	1.235,8	...
Coste salarial por unidad de producto	134,0	127,7	140,3	159,0	161,5	171,1	202,2	269,5	308,8	371,9	...
CONSTRUCCION (c):											
Coste salarial por persona ocupada .....	...	...	...	108,3	126,4	168,1	221,9	266,6	343,4	448,6	561,2

FUENTE: Ministerio de Agricultura, Servicio Sindical de Estadística y Confederación Nacional de la Construcción.

(a) Índice base 100 = 1976.

(b) Excluida construcción. Índice base 100 = 1962.

(c) Índice del coste total anual correspondiente al peón no especializado. Índice base 100 = enero 1971.

Precios de consumo. General y componentes (a)

Medias anuales

Indice base 100 = media 1976

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Indice general	45,6	46,6	49,2	53,3	57,7	64,3	74,4	87,0	100,0	124,5	149,0
Productos alimenticios	47,2	48,1	49,9	53,8	58,7	66,1	75,6	88,4	100,0	123,7	147,3
Productos no alimenticios (b)	44,5	45,5	48,8	53,0	57,0	63,0	73,5	86,0	100,0	125,1	150,2
Vestido y calzado									100,0	129,3	158,9
Vivienda									100,0	116,8	140,0
Menaje y hogar									100,0	125,3	156,0
Servicios médicos									100,0	121,5	143,8
Transportes y Comunica- ciones									100,0	124,2	145,1
Esparcimiento y enseñanza									100,0	129,9	153,0
Otros gastos									100,0	132,3	158,9

FUENTE: INE.

- (a) Para obtener datos retrospectivos se ha enlazado la serie del antiguo índice del coste de la vida con el actual índice de precios de consumo. Por alterarse el número, composición y ponderación de los grupos componentes al producirse el cambio de índice, no es posible obtener cifras retrospectivas para estos grupos.
- (b) Obtenido residualmente en el Banco de España.

Precios al por mayor. General y principales componentes

Medias anuales

Índice base 100 = 1955

	Ponde- ración	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Índice general	100,0	195,9	200,9	204,2	215,8	230,7	254,4	300,1	337,9	389,7	456,1	520,0
Alimentos, bebidas y tabaco	52,3	222,9	228,3	228,6	244,9	265,8	293,4	331,1	377,1	433,6	501,9	576,6
Componentes no alimenticios	47,7	166,4	170,9	177,5	183,9	192,3	211,6	266,0	295,0	341,6	406,0	458,0
Textiles	13,4	134,4	135,7	138,5	139,1	145,9	168,7	207,4	198,6	237,5	276,0	...
Cueros, pieles y derivados	2,6	203,4	226,5	218,0	224,6	290,1	339,6	343,6	360,8	482,3	623,5	...
Materiales construcción	3,7	164,4	166,3	171,8	174,7	179,8	206,4	287,3	293,1	312,6	384,9	...
Minerales metálicos	1,1	265,7	271,5	285,7	286,7	286,8	302,9	379,7	433,1	489,1	572,2	...
Minerales, productos metálicos y maqui- naria	9,4	170,2	176,0	186,2	187,1	190,7	209,0	253,3	277,6	313,8	367,9	...
Combustibles, lubricantes y energía eléc- trica	9,1	201,9	206,8	218,6	239,6	246,1	256,8	342,4	424,1	507,0	620,4	...
Productos químicos	6,0	150,5	152,1	160,7	170,9	175,6	188,4	262,1	303,7	311,9	337,5	...
GRUPOS ESPECIALES:												
Materias primas	—	170,1	179,1	186,8	197,6	210,5	224,8	278,8	319,0	402,8	483,1	...
Productos acabados	—	161,9	164,7	170,9	176,4	183,4	203,2	258,0	282,6	317,4	376,5	...
Productos agrícolas	—	219,2	223,8	224,2	237,0	249,0	272,5	312,0	352,9	416,8	458,3	503,8
Productos agrícolas industrializados	—	202,0	204,7	202,8	215,0	242,9	275,6	299,2	342,7	379,3	489,3	604,0
Productos industriales	—	165,5	169,0	176,0	180,5	190,3	206,6	256,6	280,8	316,6	374,0	422,9

FUENTE: INE.

Balance consolidado del Sistema Crediticio

Banco de España, banca privada, cajas de ahorro y crédito oficial

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
SECTOR EXTERIOR	137,7	-112,5	-155,0	- 50,9	257,2
SECTOR PUBLICO	751,2	91,4	17,4	5,9	215,2
Bonos del Tesoro	- 1,4	0,4	0,7	0,6	- 1,0
Créditos (netos)	559,8	113,0	- 6,3	24,0	213,6
Administración Central	331,0	62,3	- 42,0	59,4	145,4
Organismos oficiales y Corporaciones locales	228,8	50,6	35,7	- 35,4	68,2
<i>Créditos a organismos agrícolas</i>	121,1	35,4	24,0	- 43,8	25,3
<i>Créditos a otros</i>	280,5	17,8	41,9	61,1	41,5
<i>Depósitos</i>	-172,9	- 2,6	- 30,3	- 52,7	1,3
Fondos públicos	1.050,0	75,4	138,0	128,7	152,5
Dotaciones	-875,2	- 97,4	-115,0	-147,3	-149,9
SECTOR PRIVADO	8.413,5	907,8	1.152,5	1.336,4	1.014,4
Efectos y créditos	7.373,4	769,3	1.000,6	1.201,5	895,0
<i>Efectos</i>	3.190,4	325,7	462,1	503,6	260,3
<i>Créditos</i>	4.183,0	443,6	538,5	697,8	634,7
Valores industriales	1.040,1	138,5	151,9	135,0	119,4
<i>Renta fija</i>	621,8	—	93,1	103,2	69,2
<i>Renta variable</i>	418,3	—	58,8	31,7	50,3
ACTIVO REAL	370,1	45,1	41,9	40,1	100,1
CUENTAS INTRASISTEMA (NETAS)	251,0	- 0,7	79,7	29,9	11,8
CUENTAS DIVERSAS (NETAS)	69,4	48,8	24,8	- 47,6	22,4
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	9.992,9	980,0	1.161,2	1.313,9	1.621,0
DISPONIBILIDADES LIQUIDAS	8.889,6	831,3	1.006,3	1.177,8	1.476,4
Oferta monetaria	3.315,0	317,8	408,5	463,3	467,0
<i>Billetes y moneda metálica</i>	946,7	77,3	90,8	162,4	168,8
<i>Depósitos a la vista</i>	2.368,3	240,5	317,7	300,9	298,2
Depósitos de ahorro	2.528,4	252,7	338,4	320,3	383,7
Depósitos a plazo y ahorro vinculado	3.046,3	260,8	259,4	394,2	625,7
BONOS DE CAJA Y CEDULAS EOC	238,8	42,9	38,8	28,3	5,7
Bonos de caja (en poder del sector privado) ..	200,2	43,3	34,3	18,8	1,7
Cédulas EOC (en circulación)	38,6	- 0,4	4,5	9,5	4,0
CUENTAS DE CAPITAL	864,6	105,8	116,1	107,9	139,0

Balance ajustado del Banco de España

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
I. ACTIVOS LIQUIDOS DEL SISTEMA BANCARIO (A.1 + A.2 = B.1 + B.2 = II a VIII)	478,6	25,8	19,5	32,9	105,1
A.1. Efectivo y depósitos (B.1.1. + B.2.1.)	396,3	31,9	23,0	31,6	102,3
A.2. Disponibles (B.1.2. + B.2.2.)	82,3	- 6,1	- 3,5	1,3	2,8
B.1. Banca	322,9	13,9	9,9	7,1	54,3
B.1.1. Efectivo y depósitos	260,5	19,6	13,3	6,0	51,8
Efectivo	88,8	12,9	7,5	7,5	17,2
Depósitos en Banco de España	158,4	8,7	3,0	12,4	21,3
Depósitos obligatorios O.M. 16-III-1973	13,3	- 2,0	2,8	- 13,9	13,3
B.1.2. Disponibles	62,4	- 5,7	- 3,5	1,1	2,4
Créditos con garantía de fondos públicos	37,3	- 0,7	- 5,2	- 7,1	- 1,5
Otros créditos	5,6	- 0,2	- 0,3	1,1	3,7
Redescuento ordinario	9,3	- 5,2	1,0	- 7,0	6,0
Efectos especiales en cartera	0,1	- 0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,1
Pólizas E.O.C. y pagarés S.N.P.A. en cartera	0,1	—	—	—	—
Fondos públicos pignorable en cartera	9,8	0,5	1,2	8,2	- 5,6
B.2. Cajas de ahorro	155,7	11,9	9,6	25,8	50,8
B.2.1. Efectivo y depósitos	135,8	12,3	9,6	25,6	50,4
Efectivo	40,6	3,1	3,4	7,9	12,1
Depósitos	94,9	9,2	6,2	17,7	38,0
Depósitos obligatorios O.M. 16-III-1973	0,3	—	—	—	0,3
B.2.2. Disponibles (Cuentas de crédito)	19,9	-0,4	—	0,2	0,4
II. EFECTIVO EN MANOS DEL PUBLICO	-946,7	-77,3	-90,8	-162,4	-168,9
III. SECTOR EXTERIOR	722,8	-40,0	-36,4	149,6	296,2
Oro y divisas convertibles	752,0	- 9,0	-31,1	161,6	279,6
Pasivos en divisas convertibles	- 0,5	- 0,4	- 1,7	1,7	0,2
Divisas no convertibles (neto)	1,4	1,2	1,5	- 4,8	2,2
Otras cuentas (neto)	- 21,2	-31,8	- 5,1	- 8,9	14,3
Derechos especiales de giro asignados	- 8,8	—	—	—	—
IV. SECTOR PUBLICO	401,1	102,1	-25,1	- 4,3	176,9
Administración Central	331,0	61,8	-50,1	66,7	147,2
Cuentas corrientes del Tesoro	199,4	60,5	-52,0	23,4	120,5
Servicio financiero de deudas	20,1	0,9	1,7	- 5,8	15,5
Tesoro: por operaciones en el exterior	25,2	1,2	3,8	7,7	10,9
Otras cuentas	60,1	- 4,2	3,7	42,7	- 10,4
Moneda metálica	28,9	1,3	- 5,7	2,4	5,6
Cuentas transitorias	- 2,7	2,1	- 1,6	- 3,6	5,1
Organismos autónomos	70,1	40,3	25,0	- 71,0	29,7
Créditos a organismos agrícolas	113,6	35,4	24,0	- 43,8	25,4
Créditos a otros organismos	40,7	- 0,9	11,5	11,0	0,4
Depósitos	- 84,3	5,8	-10,5	- 38,2	3,9
V. BONOS DEL TESORO	- 37,0	0,1	1,0	0,5	- 36,6
Bonos en cartera	52,7	1,7	- 1,7	—	52,7
Tesoro: por bonos emitidos	- 89,7	- 1,6	2,7	0,5	- 89,3

Balance ajustado del Banco de España

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
VI. FONDOS PUBLICOS	82,4	13,2	8,3	100,0	- 56,0
VII. OTROS FACTORES	- 61,5	7,7	- 21,4	- 44,4	15,2
E.O.C.	12,8	- 0,9	11,8	- 2,7	6,7
Sector privado	- 22,4	- 7,0	- 2,5	- 0,2	- 5,5
Activo real	2,5	0,5	0,3	0,2	0,2
Cuentas de capital	- 112,2	- 8,2	- 22,2	- 31,3	5,8
Desfase contable	- 33,1	—	- 5,2	- 30,6	7,1
Diversas no clasificadas	90,9	23,3	- 3,6	20,2	0,8
VIII. CREDITOS AL SISTEMA BANCARIO (A.1. + A.2. = B.1. + B.2.)	317,5	20,0	183,8	- 6,1	- 121,8
A.1. Dispuestos (B.1.1. + B.2.1.)	235,2	26,1	187,3	- 7,3	- 124,6
A.2. Disponibles (B.1.2. + B.2.2.)	82,3	- 6,1	- 3,5	1,2	2,8
B.1. Banca	295,2	20,3	183,8	- 21,8	- 108,2
<i>Créditos con garantía de fondos públicos</i> <i>(límites)</i>	38,1	- 1,8	- 3,9	- 9,3	- 1,4
<i>Otros créditos (límites)</i>	107,9	16,3	164,4	- 29,1	- 81,1
<i>Redescuento ordinario (líneas)</i>	111,7	12,0	30,8	17,4	- 13,4
<i>Redescuento especial</i>	16,8	- 6,7	- 8,8	- 9,0	- 6,6
<i>Pólizas E.O.C. y pagarés S.N.P.A.</i>	10,8	—	—	—	—
<i>Fondos públicos pignorables en cartera de</i> <i>la banca</i>	9,8	0,5	1,3	8,2	- 5,7
B.1.1. Dispuestos	232,8	26,1	187,3	- 22,8	- 110,6
<i>Créditos con garantía de fondos</i> <i>públicos</i>	0,8	- 1,0	1,3	- 2,2	0,1
<i>Otros créditos</i>	102,0	16,5	164,8	- 30,1	- 84,8
<i>Redescuento ordinario</i>	102,4	17,2	29,8	18,3	- 19,5
<i>Redescuento especial</i>	16,8	- 6,6	- 8,7	- 8,8	- 6,5
<i>Pólizas E.O.C. y pagarés S.N.P.A.</i>	10,8	—	0,1	—	—
B.1.2. Disponibles (detalle en I.B.1.2.) ..	62,4	- 5,7	- 3,4	1,0	2,4
B.2. Cajas de ahorro	22,3	- 0,3	—	15,7	- 13,6
B.2.1. Dispuestos	2,4	—	—	15,5	- 14,0
B.2.2. Disponibles	19,9	- 0,3	—	0,2	0,4
IX. BASE MONETARIA (I - II = III a VII)	1.425,3	103,1	110,3	195,3	274,9
1. Base monetaria restringida (I.A1 - II = III a VII + VIII A.1.)	1.343,0	109,2	113,8	194,1	271,1
2. Disponibles (I.A.2. = VIII A.2.)	82,3	- 6,1	- 3,5	1,2	2,8

FUENTE: Banco de España.

Balance consolidado del sistema bancario

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
ACTIVOS LIQUIDOS	488,8	24,4	28,4	33,5	98,4
Caja	129,8	16,4	10,6	15,8	29,2
Banco de España: Depósitos	272,4	16,0	19,7	16,7	68,1
Banco de España: Disponibles contabilizados	63,8	- 1,0	- 4,2	- 6,6	1,7
Banco de España: Disponibles no contabilizados	22,8	- 6,9	2,4	7,5	- 0,6
SECTOR PUBLICO	304,7	- 24,4	41,5	- 90,2	130,7
Bonos del Tesoro	35,6	—	- 0,3	—	35,6
Créditos (netos)	158,7	10,8	18,7	28,3	36,7
Administración Central	—	0,5	8,1	- 7,3	- 1,7
Organismos oficiales y Corporaciones locales	158,7	10,3	10,6	35,6	38,4
<i>Créditos a organismos agrícolas</i>	7,5	—	—	—	—
<i>Créditos a otros</i>	239,8	18,8	30,5	50,1	41,1
<i>Depósitos</i>	- 88,6	- 8,5	- 19,8	- 14,5	- 2,7
Fondos públicos	967,6	62,2	138,1	28,7	208,3
Dotaciones	-857,2	- 97,4	-115,0	-147,3	-149,9
SECTOR PRIVADO	8.409,4	908,4	1.151,7	1.335,6	1.013,4
Efectos y créditos	7.369,3	769,5	999,8	1.200,6	893,9
<i>Efectos</i>	3.190,4	325,7	462,1	503,6	260,3
<i>Créditos</i>	4.178,9	443,8	537,7	696,9	633,6
Valores industriales	1.040,1	138,9	151,9	134,9	119,5
<i>Renta fija</i>	621,8	...	93,1	103,3	69,1
<i>Renta variable</i>	418,4	...	58,8	31,7	50,4
ACTIVO REAL	367,5	44,6	41,5	39,9	99,9
CUENTAS INTRASISTEMAS	259,4	5,5	74,7	38,8	15,4
Activos	1.161,7	120,1	252,4	215,8	65,7
Pasivos	-902,4	-114,7	-177,7	-176,9	- 50,2
CUENTAS DIVERSAS (NETAS)	11,6	25,5	25,1	- 37,2	14,4
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	9.841,5	984,1	1.363,1	1.320,3	1.372,3
DEPOSITOS	7.916,4	747,1	912,3	1.014,3	1.300,9
A la vista	2.341,8	233,7	314,5	299,8	291,6
Ahorro	2.528,4	252,7	338,4	320,3	383,7
A plazo y ahorro vinculado	3.046,3	260,8	259,4	394,2	625,7
SECTOR EXTERIOR (NETO)	585,1	72,5	118,7	200,4	39,0
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	348,9	24,0	199,4	0,9	-118,2
Dispuesto	262,2	31,9	201,2	—	-119,2
Disponibile	86,7	- 7,9	- 1,8	0,9	1,0
BONOS DE CAJA Y CEDULAS E.O.C.	238,8	42,9	38,8	28,2	5,7
Bonos de Caja (en poder del sector privado)	200,2	43,4	34,3	18,8	1,7
Cédulas E.O.C. (en circulación)	38,6	- 0,4	4,4	9,5	4,0
CUENTAS DE CAPITAL	752,4	97,5	93,9	76,5	144,8

FUENTE: Banco de España

Balance ajustado de la banca

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
ACTIVOS LIQUIDOS	318,8	15,6	13,2	- 3,1	54,1
Caja	88,8	12,9	7,5	7,5	17,2
Banco de España: Depósitos	170,5	8,2	9,8	- 9,3	35,3
Banco de España: Disponibles contabilizados	42,0	- 0,7	- 5,8	- 8,9	3,2
Banco de España: Disponibles no contabilizados	17,5	- 4,8	1,6	7,5	- 1,6
BONOS DEL TESORO	31,6	—	—	—	31,6
SECTOR PUBLICO	682,1	54,2	80,3	38,2	142,9
Fondos públicos a largo plazo	674,6	53,7	72,2	45,6	144,6
Consignación Caja General de Depósitos	—	0,5	8,1	- 7,3	- 1,7
Pagarés S.N.P.A.	7,5	—	—	—	—
SECTOR PRIVADO	5.631,9	627,6	777,9	899,4	555,6
Créditos dispuestos	5.297,8	576,5	727,2	868,2	506,4
Efectos	3.178,3	325,8	462,0	503,0	248,8
Pólizas	2.119,6	250,7	265,2	365,2	257,5
Valores industriales	333,9	51,1	50,6	31,2	49,2
De renta fija	7,6	0,7	2,4	0,5	1,7
De renta variable	326,3	50,4	48,2	30,7	47,6
BANCOS Y BANQUEROS (NETO)	231,0	- 0,3	69,0	11,5	30,3
ACTIVO REAL	209,0	26,8	33,9	27,3	52,2
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	7.104,4	724,0	974,3	973,3	866,7
CUENTAS DE CAPITAL	539,9	80,8	73,4	48,4	74,8
Capital desembolsado	274,0	37,6	50,3	24,1	26,8
Reservas y fondo de regularización	265,9	43,2	23,1	24,4	48,0
DEPOSITOS	5.115,5	468,4	543,7	623,9	811,0
A la vista	1.976,1	194,5	246,7	235,5	216,6
De ahorro	1.064,0	126,6	140,2	100,8	118,5
A plazo	2.075,3	147,3	156,8	287,7	475,9
Hasta un año (inclusive)	1.094,3	- 8,8	26,2	188,2	432,4
A mayor plazo	981,0	156,1	130,6	99,5	43,5
Ahorro vinculado	—	—	—	—	—
BONOS DE CAJA EN PODER DEL SECTOR PRIVADO	200,2	43,4	34,3	18,8	1,6
OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS (NETO)	405,2	71,7	63,8	85,4	34,3
SECTOR EXTERIOR (NETO)	471,2	57,1	100,8	169,3	10,6
En pesetas	123,2	- 0,8	17,8	33,9	27,2
En moneda extranjera	347,9	57,9	83,0	135,3	- 16,6
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	293,3	26,5	183,7	-23,7	-109,0
Dispuesto	233,8	32,0	187,8	-22,3	-110,7
Disponibile	59,5	- 5,5	- 4,1	- 1,4	1,7
DIVERSAS (NETO)	79,1	-24,0	-25,5	51,1	43,4
Diversas de activo	-246,3	-32,5	-61,0	-20,9	- 21,8
Diversas de pasivo	232,2	4,4	26,1	59,1	56,9
Resultados y reservas no expresas	93,2	4,2	9,5	12,8	8,2

FUENTE: Banco de España.

Balance ajustado de la banca comercial

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
ACTIVOS LIQUIDOS	287,9	6,0	2,4	- 1,7	59,4
Caja	84,6	12,3	6,9	6,2	16,2
Banco de España: Depósitos	148,8	- 1,4	- 1,6	- 6,4	43,2
Banco de España: Disponibles contabilizados	40,1	- 0,7	- 5,0	- 9,2	3,3
Banco de España: Disponibles no contabilizados	14,3	- 4,3	2,0	7,7	- 3,3
BONOS DEL TESORO	29,5	—	—	—	29,5
SECTOR PUBLICO	619,1	47,1	68,1	21,2	122,5
Fondos públicos a largo plazo	611,6	46,8	59,8	29,0	123,7
Consignación Caja General de Depósitos	—	0,3	8,3	- 7,8	- 1,2
Pagarés S.N.P.A.	7,5	—	—	—	—
SECTOR PRIVADO	4.762,6	523,4	653,0	760,5	484,1
Créditos dispuestos	4.543,2	490,4	623,7	742,7	451,7
Efectos	2.907,2	300,2	419,8	447,2	211,2
Pólizas	1.636,0	190,2	203,9	295,5	240,5
Valores industriales	219,4	33,0	29,3	17,8	32,4
De renta fija	2,7	0,3	- 0,1	17,7	1,1
De renta variable	216,7	32,7	29,4	0,1	31,3
BANCOS Y BANQUEROS (NETO)	190,0	- 6,3	49,4	59,9	13,7
ACTIVO REAL	179,2	21,2	27,9	23,8	44,6
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	6.068,3	591,3	800,7	863,7	753,8
CUENTAS DE CAPITAL	425,2	62,8	60,2	37,2	63,7
Capital desembolsado	213,4	28,3	41,6	18,7	20,1
Reservas y fondo de regularización	211,7	34,5	18,6	18,5	43,5
DEPOSITOS	4.664,5	434,5	481,6	573,0	728,2
A la vista	1.845,4	181,9	221,2	214,9	204,1
De ahorro	1.029,0	117,1	129,7	104,4	111,6
A plazo	1.790,1	135,5	130,6	253,7	412,6
Hasta un año (inclusive)	1.017,4	-13,1	22,6	174,3	384,4
A mayor plazo	772,7	148,6	108,0	79,4	28,2
Ahorro vinculado	—	—	—	—	—
BONOS DE CAJA EN PODER DEL SECTOR PRIVADO	—	—	—	—	—
OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS (NETO)	279,8	52,9	53,5	66,9	23,7
SECTOR EXTERIOR (NETO)	416,0	46,6	91,4	151,0	- 1,0
En pesetas	122,2	- 0,3	17,9	32,7	27,6
En moneda extranjera	293,8	46,9	73,4	118,3	-28,6
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	220,3	17,7	141,2	-10,6	-97,1
Dispuesto	165,8	22,7	144,2	- 9,1	-97,1
Disponible	54,5	- 5,0	- 3,0	- 1,5	—
DIVERSAS (NETO)	62,5	-23,3	-27,1	46,2	36,4
Diversas de activo	-219,4	-29,4	-55,7	-17,9	-15,3
Diversas de pasivo	193,0	2,7	21,7	53,7	42,1
Resultados y reservas no expresas	88,9	3,6	6,9	10,4	9,7

FUENTE: Banco de España.

Balance ajustado de la banca industrial

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
ACTIVOS LIQUIDOS	30,8	9,7	10,8	- 1,5	- 5,3
Caja	4,1	0,6	0,6	1,3	0,9
Banco de España: Depósitos	21,6	9,6	11,4	- 2,8	- 8,0
Banco de España: Disponibles contabilizados	1,9	—	-0,8	0,3	- 0,1
Banco de España: Disponibles no contabilizados	3,2	-0,5	-0,4	- 0,2	1,9
BONOS DEL TESORO	2,2	—	—	—	2,2
SECTOR PUBLICO	62,9	7,1	12,2	17,0	20,3
Fondos públicos a largo plazo	62,9	6,9	12,3	16,5	20,8
Consignación Caja General de Depósitos	—	0,2	-0,1	0,5	- 0,5
Pagarés S.N.P.A.	—	—	—	—	—
SECTOR PRIVADO	869,3	104,1	124,9	138,9	71,5
Créditos dispuestos	754,7	86,0	103,6	125,5	54,6
Efectos	271,2	25,5	42,3	55,8	37,7
Pólizas	483,5	60,5	61,3	69,7	16,9
Valores industriales	114,6	18,1	21,3	13,4	16,9
De renta fija	5,0	0,4	2,5	0,4	0,7
De renta variable	109,6	17,7	18,8	13,0	16,3
BANCOS Y BANQUEROS (NETO)	41,0	6,1	19,7	-48,4	16,6
ACTIVO REAL	29,8	5,6	5,9	3,5	7,5
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	1.036,0	132,7	173,5	109,5	112,8
CUENTAS DE CAPITAL	114,8	18,0	13,2	11,2	11,2
Capital desembolsado	60,6	9,3	8,7	5,4	6,7
Reservas y fondo de regularización	54,2	8,7	4,5	5,8	4,5
DEPOSITOS	451,0	33,9	62,1	51,0	82,8
A la vista	130,8	12,7	25,5	20,6	12,6
De ahorro	35,0	9,4	10,4	- 3,6	6,9
A plazo	285,2	11,8	26,2	34,0	63,2
Hasta un año (inclusive)	76,9	4,3	3,6	13,8	48,0
A mayor plazo	208,3	7,5	22,6	20,2	15,2
Ahorro vinculado	—	—	—	—	—
BONOS DE CAJA EN PODER DEL SECTOR PRIVADO	200,2	43,4	34,3	18,8	1,7
OTRAS ENTIDADES FINANCIERAS (NETO)	125,3	18,8	10,3	18,5	10,5
SECTOR EXTERIOR (NETO)	55,1	10,6	9,5	18,2	11,7
En pesetas	1,0	-0,4	-0,1	1,2	- 0,3
En moneda extranjera	54,1	11,0	9,6	17,0	12,0
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	73,0	8,8	42,5	-13,1	-11,9
Dispuesto	68,0	9,3	42,7	-13,2	-13,6
Disponible	5,0	-0,5	-1,2	0,1	1,7
DIVERSAS (NETO)	16,5	-0,8	1,7	4,9	6,9
Diversas de activo	-26,9	-3,1	-5,3	- 3,0	- 6,5
Diversas de pasivo	39,1	1,7	4,4	5,5	14,8
Resultados y reservas no expresas	4,3	0,6	2,6	2,4	- 1,4

FUENTE: Banco de España.

Balance consolidado de las cajas de ahorro Caja Postal, Confederación y Cajas Confederadas

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
ACTIVOS LIQUIDOS	158,0	9,0	11,7	24,2	50,1
Caja	40,6	3,1	3,5	7,9	12,1
Banco de España: Depósitos	92,0	8,4	7,6	15,6	37,1
Banco de España: Disponibles contabilizados	20,0	-0,3	-0,1	0,7	—
Banco de España: Disponibles no contabilizados	5,4	-2,2	0,7	—	0,9
BONOS DEL TESORO	4,0	—	-0,3	—	4,0
SECTOR PUBLICO	210,8	0,3	46,5	-30,4	62,6
Fondos públicos	293,0	8,5	65,9	-16,9	63,8
Organismos oficiales: Créditos	6,5	0,3	0,4	1,0	1,6
Organismos oficiales: Depósitos	-88,7	-8,5	-19,8	-14,5	-2,8
SECTOR PRIVADO	2.168,2	225,6	290,0	330,5	348,9
Crédito a particulares y empresas	1.462,8	138,6	188,7	226,6	278,6
Efectos	12,0	—	—	0,6	11,4
Pólizas	1.450,8	138,6	188,7	226,0	267,2
<i>Libres</i>	<i>860,7</i>	<i>96,1</i>	<i>123,1</i>	<i>118,3</i>	<i>157,2</i>
<i>De regulación especial</i>	<i>545,3</i>	<i>38,8</i>	<i>58,6</i>	<i>100,3</i>	<i>103,2</i>
<i>Con fondos del Crédito Oficial</i>	<i>44,8</i>	<i>3,7</i>	<i>7,0</i>	<i>7,4</i>	<i>6,8</i>
Valores industriales	705,4	87,0	101,3	103,8	70,3
<i>De renta fija</i>	<i>614,2</i>	<i>...</i>	<i>90,7</i>	<i>102,8</i>	<i>67,5</i>
<i>De renta variable</i>	<i>91,2</i>	<i>...</i>	<i>10,6</i>	<i>1,0</i>	<i>2,8</i>
INSTITUCIONES FINANCIERAS	208,6	48,4	1,8	68,3	-28,6
ACTIVO REAL	155,7	17,2	7,4	12,3	47,7
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	2.905,3	300,5	357,1	404,9	484,7
CUENTAS DE CAPITAL	168,5	13,3	16,5	18,7	49,8
Patrimonio y reservas	139,7	13,3	16,5	18,7	23,1
Fondos de regularización	28,8	—	—	—	26,7
DEPOSITOS	2.750,4	286,7	331,8	380,0	486,6
A la vista	315,2	39,1	32,9	52,0	71,6
De ahorro	1.464,3	134,0	198,2	219,5	265,2
A plazo	969,8	115,3	101,3	109,0	150,2
<i>Hasta dos años</i>	<i>509,0</i>	<i>24,8</i>	<i>39,2</i>	<i>41,6</i>	<i>57,8</i>
<i>A mayor plazo</i>	<i>460,8</i>	<i>90,5</i>	<i>62,1</i>	<i>67,4</i>	<i>92,4</i>
Ahorro vinculado	1,1	-1,7	-0,6	-0,5	-0,4
SECTOR EXTERIOR (NETO)	53,4	7,9	9,4	12,0	13,7
En pesetas	53,3	8,0	9,5	11,4	13,8
En moneda extranjera	0,1	-0,1	-0,1	0,6	-0,1
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA (LIMITES)	27,7	-2,5	0,7	14,6	-11,6
Dispuesto	2,3	—	0,1	13,8	-12,5
Disponible	25,4	-2,5	0,6	0,8	0,9
DIVERSAS (NETO)	-94,7	-4,9	-1,3	-20,4	-53,8

Balance consolidado del crédito oficial

APENDICE 31

m.m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
CAJA Y BANCOS	31,8	2,0	9,5	21,4	-8,9
Efectivo en caja	0,4	0,3	- 0,4	0,4	-0,1
Banco de España: Depósitos	9,9	- 0,6	2,3	10,4	-4,3
Banca: Depósitos ordinarios	6,9	- 0,8	0,3	0,7	5,0
Banca: Depósitos por cuenta de corporaciones locales	9,5	2,1	3,8	3,0	-2,4
Cajas de ahorro: Depósitos ordinarios	1,3	0,9	1,6	3,7	-5,6
Cajas de ahorro: Depósitos por cuenta de corporaciones locales	1,9	0,1	0,3	1,6	-0,1
Banco de España: Disponible	1,8	—	1,7	1,6	-1,5
ACTIVOS EXTERIORES	—	—	—	—	—
CUENTAS DE CREDITO	1.001,0	99,8	138,7	180,2	196,2
Crédito al sector público	233,3	18,5	30,0	49,2	39,5
Créditos dispuestos	221,9	18,1	28,6	48,3	31,6
Créditos concedidos	262,0	29,6	30,1	57,0	21,0
Menos: Créditos no dispuestos	- 40,1	-11,5	- 1,4	- 8,7	10,6
Deudores	11,4	0,4	1,4	0,9	7,9
Créditos directos al sector privado	591,7	53,1	81,3	100,8	108,5
Créditos dispuestos	528,4	49,0	76,3	88,5	91,6
Créditos concedidos	680,4	63,3	117,9	147,3	86,1
Menos: Créditos no dispuestos	-152,0	-14,3	-41,6	-58,8	5,5
Deudores	63,3	4,1	5,0	12,3	16,9
Crédito al sector privado a través de otras entidades financieras	175,9	28,2	27,4	30,2	48,1
Créditos dispuestos	173,9	27,9	27,2	29,9	47,5
Créditos concedidos	174,7	27,8	27,8	29,5	47,7
Menos: Créditos no dispuestos	- 0,8	0,1	- 0,6	0,3	-0,2
Deudores	2,0	0,3	0,2	0,3	0,6
CARTERA DE VALORES	0,9	0,8	—	- 0,1	—
OTROS DEUDORES	20,0	- 0,8	1,4	2,6	2,5
ACTIVO REAL	2,8	0,6	0,7	0,2	—
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	1.056,6	102,4	150,3	204,3	189,9
CUENTAS DE CAPITAL	43,9	3,4	4,0	9,4	20,2
Capital y reservas	30,4	2,1	4,3	6,8	11,5
Resultados pendientes de aplicación	13,4	1,3	- 0,3	3,7	7,6
Resultados de ejercicios anteriores	—	—	—	- 1,1	1,0
TESORO PUBLICO	857,2	97,4	115,0	147,3	149,9
Dotaciones	852,0	97,3	112,0	146,9	150,3
Otros fondos del tesoro	5,2	0,1	3,0	0,4	-0,4
PASIVOS EXTERIORES	60,6	- 0,5	8,4	19,1	14,8
CEDULAS EN CIRCULACION	38,6	- 0,4	4,4	9,5	4,0
SISTEMA CREDITICIO	32,2	0,4	15,0	10,0	2,4
Banco de España	27,8	0,4	15,0	10,0	2,5
Dispuesto	26,1	0,4	13,3	8,4	4,0
Disponible	1,8	—	1,7	1,6	-1,5
Banca	3,4	—	—	—	—
Cajas de ahorro	0,9	—	—	—	-0,1
ACREEDORES	24,1	2,1	3,5	9,0	-1,6

FUENTE: ICO.

Balance consolidado de cooperativas de crédito

m. m.

	Posición a 31 de diciembre de 1978	Variación			
		1975	1976	1977	1978
ACTIVOS LIQUIDOS	8,8	-0,1	0,7	1,5	4,9
Caja y delegaciones	5,3	-0,1	0,6	0,6	2,4
Banco de España	3,4	—	0,1	0,9	2,4
SECTOR PUBLICO	2,0	0,5	0,6	0,1	0,4
Fondos públicos	2,0	0,5	0,6	0,1	0,4
SECTOR PRIVADO	193,5	2,2	32,1	34,3	35,0
Créditos	167,9	3,9	27,5	28,5	29,7
Efectos	47,9	-2,2	9,3	6,7	8,8
Pólizas	120,0	6,1	18,2	21,8	20,9
Valores industriales	25,6	-1,7	4,6	5,8	5,3
De renta fija	23,8	—	4,1	4,7	6,7
De renta variable	1,8	-1,7	0,5	1,1	-1,4
SECTOR EXTERIOR	—	—	—	—	—
COOPERATIVAS Y CAJAS RURALES (NETO)	8,1	5,6	3,2	-5,9	0,8
OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS (NETO)	50,0	5,2	3,6	7,2	11,0
ACTIVO REAL	13,5	-1,0	2,2	2,8	3,3
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	276,0	12,4	42,4	39,9	55,6
CUENTAS DE CAPITAL	22,1	0,4	3,9	3,8	4,5
Capital	14,3	-0,9	2,7	1,9	2,7
Reservas	5,4	0,9	0,8	1,4	1,2
Fondos especiales	2,4	0,4	0,4	0,5	0,6
ACREEDORES	258,9	12,5	39,6	34,6	54,5
A la vista	64,3	3,5	11,9	2,9	10,0
De ahorro	108,0	0,3	14,8	18,9	24,8
A plazo	86,6	8,7	12,9	12,8	19,7
CREDITO DEL BANCO DE ESPAÑA	0,7	-0,1	0,1	0,4	0,2
CUENTAS DIVERSAS	- 5,7	-0,4	-1,3	1,1	-3,5
De activo	-23,8	0,7	-3,4	-4,2	-7,4
De pasivo	14,0	-1,6	2,2	4,3	2,7
Resultados y reservas no expresas	4,1	0,5	-0,1	1,0	1,2

FUENTE: Banco de España.

Emisiones públicas en el mercado interior

m. m.

	1974	1975	1976	1977	1978	1977				1978			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Administración Central	8,1	46,0	106,9	108,0	246,4	40,5	8,4	23,9	35,2	34,0	74,7	66,6	71,0
1.1. Deudas a largo plazo ...	18,1	44,4	109,5	108,7	156,9	40,9	8,3	23,9	35,6	34,1	34,6	37,7	50,4
Emisiones brutas	27,6	71,3	121,3	152,6	197,6	54,4	22,2	36,7	39,3	51,8	40,3	50,7	54,7
Amortizaciones	- 9,5	-26,9	-11,8	-43,9	-40,7	-13,5	-13,9	-12,8	- 3,7	-17,7	- 5,7	-13,0	- 4,3
Cédulas para inversiones	23,9	51,8	117,0	96,3	125,1	41,8	12,2	25,0	17,3	35,0	28,5	38,8	22,7
Emisiones brutas	25,9	71,3	121,3	132,6	157,6	54,4	22,2	36,7	19,3	51,8	30,3	50,7	24,7
Amortizaciones	- 2,0	-19,5	- 4,3	-36,3	-32,5	-12,6	-10,0	-11,7	- 2,0	-16,8	- 1,8	-11,9	- 2,0
Obligaciones del Tesoro.	- 1,7	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Amortizaciones	- 1,7	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Amortizables	- 2,9	-6,3	- 6,3	13,7	33,0	- 0,8	- 3,9	- 1,1	19,5	- 0,9	6,1	- 1,1	28,9
Emisiones brutas	1,7	—	—	20,0	40,0	—	—	—	20,0	—	10,0	—	30,0
Amortizaciones	- 4,6	- 6,3	- 6,3	- 6,3	- 7,0	- 0,8	- 3,9	- 1,1	- 0,5	- 0,9	- 3,9	- 1,1	- 1,1
Otras deudas	- 1,2	- 1,1	- 1,2	- 1,3	- 1,2	- 0,1	—	—	- 1,2	—	—	—	- 1,2
Amortizaciones	- 1,2	- 1,1	- 1,2	- 1,3	- 1,2	- 0,1	—	—	- 1,2	—	—	—	- 1,2
1.2. Deuda a Corto Plazo ...	-10,0	1,7	- 2,6	- 0,7	89,5	- 0,4	0,1	—	- 0,4	- 0,1	40,1	28,9	20,6
2. Instituto Nacional de Industria.	12,0	13,1	13,3	17,9	19,8	0,1	4,8	1,7	11,3	- 2,1	5,8	11,1	5,0
Emisiones brutas	14,6	16,7	16,1	22,0	24,8	2,2	6,8	1,7	11,3	0,1	8,6	11,1	5,0
Amortizaciones	- 2,7	- 3,6	- 2,8	- 4,1	5,0	- 2,1	- 2,0	—	—	2,2	2,8	—	—
3. Organismos, Corporaciones y E.O.C.	0,8	4,1	10,0	13,9	3,8	2,2	2,3	1,3	8,1	0,5	1,2	2,3	0,2
Emisiones Brutas	1,5	4,5	10,5	14,5	4,9	2,3	2,5	1,5	8,2	0,8	1,8	2,3	—
Amortizaciones	- 0,7	- 0,4	- 0,5	- 0,6	- 1,1	- 0,1	- 0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,3	- 0,6	—	- 0,2
4. TOTAL (1 a 3)	20,9	63,2	130,2	139,8	270,0	42,8	15,5	26,9	54,6	32,4	81,7	80,0	75,8
5. TOTAL A LARGO PLAZO (4 - 1.2)	30,9	61,5	132,8	140,5	180,5	43,2	15,4	26,9	55,0	32,5	41,6	51,1	55,2

FUENTE: Ministerio de Hacienda, INI y Banco de España.

Emisiones privadas brutas

m. m.

	1974	1975	1976	1977	1978	1977				1978			
						I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Emisiones con aportación de fondos	318,9	298,1	332,3	283,4	267,8	78,3	89,5	51,3	64,3	60,4	49,1	72,5	85,8
SOCIEDADES FINANCIERAS:													
Emisiones brutas	164,6	97,1	106,8	68,0	63,1	16,6	22,2	7,9	21,3	12,0	9,0	14,2	27,9
(Emisiones netas)	155,4	102,2	96,5	49,6	39,7	13,2	18,9	4,8	11,8	6,7	5,8	9,6	17,6
Acciones	102,1	47,3	53,4	25,2	27,7	6,8	9,2	3,9	5,3	3,4	4,2	9,2	10,9
Bonos brutos	65,0	49,8	54,5	42,8	35,7	9,8	13,0	4,0	16,0	8,0	5,0	5,5	17,2
(Bonos netos)	55,8	54,9	44,2	23,6	12,3	6,4	9,7	0,9	6,6	2,7	1,8	0,9	6,9
Participaciones de fondos de inversión (neta)	-2,5	—	-1,1	—	-0,3	—	—	—	—	0,6	-0,2	-0,5	-0,2
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:													
Emisiones brutas	154,3	201,0	225,5	215,4	204,7	61,7	67,3	43,4	43,0	48,4	40,1	58,3	59,7
Acciones	78,6	100,9	88,1	64,7	84,7	15,3	17,2	5,4	26,8	4,6	10,2	26,8	43,0
Obligaciones brutas	75,7	100,1	137,4	150,7	120,0	46,4	50,1	38,0	16,2	43,8	29,9	31,4	14,9
2. Emisiones sin aportación de fondos	5,2	5,5	28,8	54,0	77,1	3,7	5,8	22,3	22,2	2,9	4,5	18,2	51,5
Sociedades financieras	0,2	1,6	0,1	0,3	1,0	—	—	0,3	—	0,1	0,1	0,2	0,6
Sociedades no financieras	5,0	3,9	28,7	53,7	76,1	3,7	5,8	22,0	22,2	2,8	4,4	18,0	50,9
TOTAL (1 + 2 = 3 a 5)	324,1	303,6	361,1	337,4	344,9	82,0	95,3	73,6	86,5	63,3	53,6	90,7	137,3
3. Renta fija	140,7	149,9	191,9	193,5	155,7	56,2	63,1	42,0	32,2	51,8	34,9	36,9	32,1
4. Renta variable con aportación de fondos	178,2	148,2	140,4	89,9	112,1	22,1	26,4	9,3	32,1	8,6	14,2	35,6	53,7
5. Renta variable sin aportación de fondos	5,2	5,5	28,8	54,0	77,1	3,7	5,8	22,3	22,2	2,9	4,5	18,2	51,5

FUENTE: Ministerio de Economía y Banco de España.

Bonos de Caja de Bancos Industriales

Emisiones autorizadas en 1978

	Fecha de emisión	Importe: millones de ptas.	Interés bruto			Conver-tibilidad	Amortización % y años	Otras condiciones
			Inicial (a)	Máximo	Mínimo			
Desarrollo Económico Español ...	10- 2-78	1.500	12,5				4	Vencimientos trimestrales durante primer año.
Industrial del Mediterráneo	20- 2-78	1.000	V + 5,5	16	11		33 %, 5 y 6; 34 %, 7	Opción amortización anticipada en 3. ^{er} año; prima 2 % en 5. ^o . Prima amortización: Progresiva 1, 2, 3 y 4 %. Premio: sorteo viajes entre suscriptores.
Unión Industrial Bancaria	28- 2-78	1.000	V + 4	12	10		5	
Financiación Industrial	6- 3-78	3.000	V + 2	10	7,5		3, 4, 5 y 6	
Industrial de Cataluña	27- 3-78	1.500	12,5				4, 5 y 6	
Primer trimestre. Total		8.000						
Industrial de Bilbao	17- 4-78	2.000	V + 2	11			4 y 5	Prima amortización: 2 % en 4. ^o año y 3 % en 5. ^o . Prima amortización: 2 %.
Unión Industrial Bancaria	21- 4-78	1.000	V + 4	12	10		5	
Industrial del Mediterráneo	29- 4-78	1.000	V + 5,5	16	11		5, 6 y 7	
Industrial de Cataluña	15- 5-78	1.000	12,5				4, 5 y 6	
Séguno trimestre. Total		5.000						
Expansión Industrial	1- 7-78	500	V + 5	14	11		5	Opción amortización anticipada en 3. ^{er} año; prima 2 % en 5. ^o .
Finanzas	3- 7-78	1.000	V + 4,5	12,5	10		5	
Fomento	5- 7-78	2.000	10				25 %, 5; 75 %, 6	
Unión Industrial Bancaria	12- 9-78	1.000	V + 4	12	10		5	
Industrial del Mediterráneo	20- 9-78	1.000	V + 5,5	16	11		33 %, 5 y 6; 34 %, 7	
Tercer trimestre. Total		5.500						
Financiación Industrial	5-10-78	500	V + 2	10	7,5		6	En 4. ^o , 5. ^o y 6. ^o año: Interés V + 3, máximo 11 %, mínimo 8,5 %.
Intercontinental Español	10-10-78	2.000	V + 2				10, 11 y 12	
Fomento	14-10-78	2.000	10				25 %, 5; 75 %, 6	
Industrial de Cataluña	17-10-78	3.000	V + 4	12			4, 5, 6 y 7	
Desarrollo Económico Español ...	20-11-78	2.000	12,5				4	
Urquijo	29-11-78	4.000	13				3	
Granada	9-12-78	750	V + 4	12			5	
Fomento	15-12-78	3.000	10				25 %, 5; 75 %, 6	
Cuarto trimestre. Total		17.250						
TOTAL 1978		35.750						

FUENTE: Banco de España.

(a) Cuando en interés inicial aparece V + 2, significa que el tipo de interés es variable y se fija como resultado de añadir al tipo básico del Banco de España 2 puntos.

Colocación de las emisiones públicas y privadas

m. m.

	1976											1977												
	Fondos públicos (a)				Renta fija			Renta variable				Total	Fondos públicos (a)				Renta fija			Renta variable				Total
	Admi- nistración Cen- tral	INI	Corpo- raciones y Orga- nismos	Total	Bonos de Caja	Indus- tria- les	Total	Finan- cie- ras	No finan- cieras	Total	Admi- nistración Cen- tral		INI	Corpo- raciones y Orga- nismos	Total	Bonos de Caja	Indus- tria- les	Total	Finan- cie- ras	No finan- cieras	Total			
Exterior (b) .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	8,9	8,9	—	—	—	—	—	—	—	...	...	23,8	23,8
Administraciones Públicas (c)	—	-13,3	—	-13,3	—	0,4	0,4	...	...	5,8	- 7,1	—	—	—	—	—	0,4	0,4	—	10,8	10,8	11,2
Tesoro .....	—	—	—	—	—	—	—	...	...	5,8	5,8	—	—	—	—	—	—	—	—	9,7	9,7	9,7
Organismos	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,1	1,1	1,1		
Corporaciones lo- cales	—	—	—	—	—	0,4	0,4	—	—	—	0,4	—	—	—	—	—	0,4	0,4	—	—	—	0,4		
Seguridad Social ..	—	-13,3	—	-13,3	—	—	—	—	—	—	-13,3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—		
Sistema crediticio (d)	111,1	23,2	10,5	144,9	12,8	124,7	137,5	10,9	56,2	67,1	349,5	97,4	17,9	12,4	119,7	5,8	101,9	107,7	1,5	45,1	46,6	274,0		
Otras instituciones fi- nancieras	-5,5	—	—	- 5,5	0,4	-0,2	0,2	...	...	10,8	5,5	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Compañías de se- guros (d)	-1,7	—	—	- 1,7	0,6	-0,2	0,4	0,9	0,5	1,4	0,1	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Sociedades de car- tera (e)	-4,1	—	—	- 4,1	—	—	—	...	...	10,8	6,7	-0,3	—	—	-0,3	-0,6	—	-0,6	...	...	-2,5	- 3,4
Fondos de inver- sión (e)	0,3	—	—	- 0,3	-0,2	—	-0,2	...	...	-1,4	- 1,3	-0,2	—	—	-0,2	-2,2	—	2,2	...	...	-5,5	- 3,5
Instituto Nacional de Industria	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2,9	2,9	—	—	—	—	—	—	—	—	—	18,3	18,3		
Otros (f)	3,9	3,3	-0,5	6,7	31,0	12,5	43,5	...	...	74,8	125,0	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
TOTAL (g)	109,5	13,3	10,0	132,8	44,2	137,4	181,6	53,5	116,8	170,3	484,7	108,7	17,9	13,9	140,5	23,6	150,7	174,3	25,5	118,4	143,9	458,7		

FUENTE: Banco de España.

(a) Excluidos los Bonos del Tesoro.

(b) Cifras de la balanza de pagos en pesetas (apéndice 48) correspondientes a los conceptos «inversiones en cartera» e «inversiones directas». Valores efectivos.

(c) Cifras de las cuentas financieras de las Administraciones Públicas. Valores efectivos.

(d) Diferencia entre los valores nominales de las carteras de cada grupo institucional a final y principio de año.

(e) Estimaciones del Banco de España a partir de los datos de la Dirección General de Política Financiera. Valores efectivos.

(f) Obtenido por diferencia con el Total.

(g) Cifras de los apéndices 33 y 34 correspondientes a emisiones netas, excepto para los valores de renta fija industriales que son cifras brutas.

Negociación de Valores en Bolsa

Nominal

Millones de pesetas

	1977					1978				
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total
Fondos públicos	2.636	1.425	1.130	4.553	9.744	5.480	1.885	1.277	3.314	11.956
Obligaciones	8.210	9.955	6.106	10.190	34.461	15.639	8.962	7.262	13.848	45.711
<i>De los cuales: Bonos de Caja</i>	7.608	9.164	5.407	9.043	31.222	14.954	8.210	6.823	13.120	43.107
Acciones	7.220	9.552	6.971	9.808	33.551	8.391	12.939	9.230	17.558	48.118
Total	18.066	20.932	14.207	24.551	77.756	44.464	31.996	24.592	47.840	148.892

Efectiva

Millones de pesetas

Fondos públicos	3.042	1.591	1.220	4.716	10.569	5.566	1.940	1.324	3.361	12.191
Obligaciones	8.688	10.005	6.023	10.311	35.027	15.548	8.815	8.206	14.813	47.382
<i>De los cuales: Bonos de Caja</i>	7.641	9.204	5.431	9.083	31.359	15.057	8.239	7.852	14.225	45.373
Acciones	17.354	21.386	14.330	15.508	68.578	11.650	27.214	13.660	23.200	75.724
Total	29.084	32.982	21.574	30.535	114.174	47.821	46.208	31.042	55.599	180.670

FUENTE: Ministerio de Economía.

Entidades de financiación de ventas a plazos

Balance conjunto

Millones de pesetas

	Saldos a 31 de diciembre							
	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
TESORERIA	338	615	819	1.040	938	960	1.086	1.740
Caja	1	1	11	3	1	4	4	8
Bancos	336	613	807	1.035	935	955	1.078	1.729
Letras y otros efectos timbrados	1	1	1	2	2	2	4	3
CARTERA	4.306	5.542	8.905	12.765	14.535	15.255	17.968	18.887
Efectos en cartera	1.127	1.206	1.623	1.840	1.970	2.183	2.715	2.757
Efectos descontados pendientes vencimiento	3.179	4.336	7.282	10.925	12.565	13.072	15.253	16.130
DEUDORES	168	259	229	358	566	716	779	1.035
DIVERSAS	58	5	9	10	8	—	—	—
INMOVILIZACIONES	190	198	203	207	285	297	306	337
Gastos constitución y primer establecimiento	21	24	27	31	32	28	28	27
Mobiliario e instalaciones	36	36	38	38	48	64	46	49
Máquinas de oficina	8	9	10	10	14	13	25	30
Inmuebles	125	128	127	128	191	191	207	211
Materialización fondo previsión inversiones	—	—	—	—	—	—	—	20
TOTAL ACTIVO = TOTAL PASIVO	5.060	6.619	10.165	14.380	16.332	17.228	20.139	21.999
CAPITAL Y RESERVAS	1.293	1.557	1.766	1.966	2.125	2.220	2.449	2.564
Capital escriturado	1.600	1.700	1.950	1.950	2.000	2.000	2.000	1.955
Capital pendiente desembolsado	-450	-300	-350	-225	-210	-195	-100	-100
Reservas	119	129	140	239	334	412	546	706
Beneficios ejercicios anteriores	24	28	26	2	1	2	3	3
PROVISIONES Y FONDOS	351	500	706	916	986	1.360	1.800	2.218
Fondos de amortización	34	38	45	54	63	64	74	82
Provisión fallidos	64	54	50	66	60	79	85	97
Provisiones varias	32	59	34	30	48	42	60	85
Ingresos netos financiación ejercicios futuros	221	349	577	766	815	953	1.310	1.532
Fondos de autoseguro	—	—	—	—	—	221	271	422
BANCOS	3.193	4.336	7.282	10.948	12.583	13.165	15.313	16.145
Por efectos descontados	3.178	4.336	7.282	10.925	12.565	13.072	15.253	16.130
Créditos	15	—	—	23	18	93	60	15
ACREEDORES	46	71	151	136	133	109	152	435
Compañías seguros, contratación c/clientes	1	3	5	5	4	3	3	2
Cargas sociales y fiscales a pagar	22	26	12	14	13	18	32	35
Acreedores varios	22	42	134	117	116	87	117	398
DIVERSAS	142	78	113	150	195	27	7	5
RESULTADOS NETOS DEL EJERCICIO	35	77	147	264	310	347	418	632

Administraciones públicas

Presupuestos iniciales: clasificación económica de los ingresos

m. m.

	Total Administraciones públicas (a)			Estado			Organismos Autónomos Administrativos			Corporaciones locales			Seguridad Social		
	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979
Operaciones no financieras ...	2.003,0	2.746,0	3.345,2	965,6	1.361,1	1.655,8	100,2	174,6	218,8	222,5	247,9	338,6	864,3	1.256,3	1.514,3
Operaciones corrientes	1.992,1	2.740,2	3.338,9	964,6	1.360,1	1.654,8	62,1	118,8	148,8	209,5	237,3	323,2	864,3	1.256,1	1.514,0
Ingresos impositivos	1.755,2	2.406,9	2.940,9	833,0	1.157,4	1.423,1	1,3	6,7	8,3	95,7	104,3	171,4	825,1	1.138,5	1.338,1
<i>Impuestos directos</i>	<i>1.225,2</i>	<i>1.754,8</i>	<i>2.161,0</i>	<i>357,7</i>	<i>567,2</i>	<i>730,1</i>	<i>0,2</i>	<i>5,3</i>	<i>6,7</i>	<i>48,1</i>	<i>50,7</i>	<i>94,8</i>	<i>819,2</i>	<i>1.131,6</i>	<i>1.329,4</i>
<i>Impuestos indirectos</i>	<i>530,0</i>	<i>652,1</i>	<i>779,7</i>	<i>475,3</i>	<i>590,2</i>	<i>693,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,6</i>	<i>47,6</i>	<i>53,6</i>	<i>76,6</i>	<i>5,9</i>	<i>6,9</i>	<i>8,7</i>
Otros ingresos corrientes ...	236,9	333,3	398,0	131,6	202,7	231,7	60,8	112,1	140,5	113,8	133,0	151,8	39,2	117,6	175,9
<i>Tasas y otros ingresos</i> ...	<i>124,5</i>	<i>181,1</i>	<i>206,6</i>	<i>55,8</i>	<i>89,7</i>	<i>99,6</i>	<i>13,3</i>	<i>21,6</i>	<i>26,6</i>	<i>55,9</i>	<i>56,3</i>	<i>65,2</i>	—	<i>13,5</i>	<i>15,2</i>
<i>Transferencias corrientes</i> .	<i>48,4</i>	<i>64,7</i>	<i>82,9</i>	<i>28,9</i>	<i>37,8</i>	<i>47,2</i>	<i>46,3</i>	<i>88,7</i>	<i>111,5</i>	<i>52,7</i>	<i>70,1</i>	<i>70,1</i>	<i>29,0</i>	<i>100,2</i>	<i>156,0</i>
<i>Ingresos patrimoniales</i> ...	<i>64,0</i>	<i>87,5</i>	<i>108,5</i>	<i>46,9</i>	<i>75,2</i>	<i>84,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,8</i>	<i>2,4</i>	<i>5,7</i>	<i>6,6</i>	<i>16,5</i>	<i>10,2</i>	<i>3,9</i>	<i>4,7</i>
Operaciones de capital	10,9	5,8	6,3	1,0	1,0	1,0	38,1	55,8	70,0	15,7	10,6	15,4	—	0,2	0,3
Enajenación inversiones reales	10,1	5,7	5,0	1,0	1,0	1,0	1,6	1,1	1,3	7,5	3,4	2,4	—	0,2	0,3
Transferencias de capital	0,8	0,1	1,3	—	—	—	36,5	54,7	68,7	8,2	7,2	13,0	—	—	—
Operaciones financieras	39,0	160,3	111,6	1,6	71,9	24,1	12,8	27,1	32,4	24,7	36,2	33,4	—	25,1	21,7
Variación de activos financieros	13,8	40,1	47,5	1,1	1,2	1,3	9,8	20,6	24,2	3,0	0,5	0,7	—	17,8	21,3
Variación de pasivos financieros	25,2	120,2	64,1	0,5	70,7	22,8	3,0	6,5	8,2	21,7	35,7	32,7	—	7,3	0,4
TOTAL INGRESOS	2.042,0	2.906,3	3.456,8	967,2	1.433,0	1.679,9	112,8	201,7	251,2	249,9	284,1	372,0	864,3	1.281,4	1.536,0

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

(a) Consolidadas.

Administraciones públicas

Presupuestos iniciales: clasificación económica de los gastos

m. m.

	Total Administraciones públicas (a)			Estado			Organismos Autónomos Administrativos			Corporaciones Locales			Seguridad Social		
	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979
Operaciones no financieras	1.990,8	2.824,2	3.459,1	945,5	1.408,0	1.705,3	101,4	183,8	230,0	232,0	271,0	355,0	864,3	1.255,5	1.551,1
Operaciones corrientes	1.666,5	2.398,1	3.003,2	687,7	1.105,0	1.360,4	67,8	129,8	163,8	169,3	189,7	261,9	850,2	1.205,7	1.519,0
Consumo público	1.008,4	1.326,0	1.599,3	491,4	688,3	841,1	46,6	94,8	119,2	144,4	164,0	234,1	326,0	378,9	404,9
Remuneraciones de personal	692,4	961,3	1.213,1	437,3	610,6	741,0	30,6	53,0	69,7	89,2	102,9	48,8	135,3	194,8	253,6
Compra de bienes y servicios	316,0	364,7	386,2	54,1	77,7	100,1	16,0	41,8	49,5	55,2	61,1	85,3	190,7	184,1	151,3
Otros gastos corrientes	658,1	1.072,1	1.403,9	196,3	416,7	519,3	21,2	35,0	44,6	24,9	25,7	27,8	524,2	826,8	1.114,1
Intereses	21,9	35,0	47,5	9,0	19,9	26,3	1,5	2,7	2,7	10,5	11,9	18,0	0,9	0,5	0,5
Transferencias corrientes	636,2	1.037,1	1.356,4	187,3	396,8	493,0	19,7	32,3	41,9	14,4	13,8	9,8	523,3	826,3	1.113,6
Operaciones de capital	324,3	426,1	455,9	257,8	303,0	344,9	33,6	54,0	66,2	62,7	81,3	93,1	14,1	49,8	32,1
Inversiones reales	221,7	312,9	337,5	114,7	134,2	154,0	30,3	48,0	58,9	62,6	81,2	92,5	14,1	49,5	32,1
Transferencias de capital	102,6	113,2	118,4	143,1	168,8	190,9	3,3	6,0	7,3	0,1	0,1	0,6	—	0,3	—
Operaciones financieras	47,6	76,6	83,5	21,8	24,9	26,8	7,9	13,7	17,2	17,9	13,2	17,0	—	24,8	22,5
Variación de activos financieros	16,6	42,1	46,5	10,6	11,7	13,3	6,1	10,2	13,4	—	1,6	2,7	—	18,6	17,1
Variación de pasivos financieros	31,0	34,5	37,0	11,2	13,2	13,5	1,8	3,5	3,8	17,9	11,6	14,3	—	6,2	5,4
Remanente de Tesorería en Organismos Autónomos	3,6	4,4	4,0	—	—	—	3,6	4,4	4,0	—	—	—	—	—	—
TOTAL GASTOS	2.042,0	2.905,2	3.546,6	967,3	1.432,9	1.732,1	112,9	201,9	251,2	250,0	284,2	372,0	864,2	1.280,3	1.573,6

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

(a) Consolidadas.

Presupuesto del Estado

Créditos iniciales y modificaciones en el año

m.m.

	1976			1977			1978		
	Créditos presupues- tarios iniciales	Modifica- ciones	Total de créditos	Créditos presupues- tarios iniciales	Modifica- ciones	Total de créditos	Créditos presupues- tarios iniciales	Modifica- ciones	Total de créditos
Operaciones no financieras	766,4	130,2	896,6	945,5	253,4	1.198,9	1.408,1	257,1	1.665,0
Operaciones corrientes	585,1	67,2	652,3	687,7	126,0	813,7	1.105,2	108,2	1.213,2
Consumo público	393,1	21,2	414,3	491,4	43,6	535,0	688,1	29,1	717,1
Remuneraciones de personal	343,4	7,5	350,9	437,3	23,6	460,9	610,4	13,2	623,6
Compras de bienes (a)	13,7	63,4	54,1	20,0	74,1	77,7	15,9	93,5	
Otros gastos corrientes	192,0	46,0	238,0	196,3	82,4	278,7	417,1	15,9	496,1
Intereses	8,6	0,1	8,7	9,0	7,7	16,7	19,9	2,1	22,0
Transferencias corrientes	183,4	45,9	229,3	187,3	74,7	262,0	397,2	77,0	474,1
Operaciones de capital	181,3	63,0	244,3	257,8	127,4	385,2	302,9	148,9	451,8
Inversiones reales (b)	87,4	33,6	121,0	114,7	56,5	171,2	132,5	51,5	184,0
Transferencias de capital	93,9	29,4	123,3	143,1	70,9	214,0	170,4	97,4	267,0
Operaciones financieras	18,6	0,5	19,1	21,8	1,0	22,8	24,9	82,0	106,9
Variación de activos financieros	6,2	—	6,2	10,6	-0,1	10,5	11,7	2,0	13,7
Variación de pasivos financieros	12,4	0,5	12,9	11,2	1,1	12,3	13,2	80,0	93,2
Discrepancia estadística (c)	—	-11,2	-11,2	—	-0,5	-0,5	—	—	—
TOTAL	785,0	119,5	904,5	967,3	253,9	1.221,2	1.433,0	339,1	1.771,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda

(a) Incluye operaciones corrientes de ejercicios cerrados.

(b) Incluye operaciones de capital de ejercicios cerrados.

(c) Rúbrica de ajuste que iguala el total de créditos del cuadro 10 de la Estadística de Derechos Contraídos a la misma rúbrica de los cuadros 11 y 11 bis de la misma fuente estadística.

Ejecución del Presupuesto del Estado

m.m.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
PRESUPUESTO DEL AÑO:									
1. Presupuesto total	350,1	409,6	452,4	533,8	650,7	772,4	904,5	1.221,2	1.771,9
2. Gastos autorizados	319,5	386,4	429,8	507,1	613,1	727,4	861,9	1.150,6	1.657,3
3. Obligaciones contraídas	321,3	385,2	408,0	484,7	587,9	707,2	823,4	1.112,0	1.650,8
Operaciones corrientes	229,1	270,1	286,6	341,0	417,1	507,3	598,8	761,4	1.153,2
Operaciones de capital	84,1	106,1	112,4	126,3	156,6	185,3	207,8	328,6	...
Operaciones financieras	8,1	9,0	9,0	17,4	14,2	14,6	16,8	22,0	...
4. Pagos ordenados	283,4	335,2	380,2	454,2	550,5	655,7	767,5	1.022,8	1.477,2
5. Pagos realizados	266,0	312,2	356,9	433,0	537,1	639,1	757,0	1.014,0	1.401,9
PRESUPUESTOS Y RESULTAS:									
6. Pagos realizados	303,7	363,8	418,4	483,4	589,1	689,5	824,7	1.078,8	1.497,3
7. Obligaciones pendientes de pago (3-6)	17,6	21,4	11,4	1,3	-1,2	17,7	-1,3	33,2	153,5

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

Estado: Operaciones no Financieras (a)

m.m.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
OPERACIONES NO FINANCIERAS	10,1	-26,6	1,9	9,4	-20,3	-5,7	22,4	-54,9	-77,4
Presupuesto	5,2	-14,9	-10,7	11,6	-11,9	3,3	- 0,2	-33,1	-67,6
Ingresos (b)	320,0	365,7	432,5	519,1	616,0	741,5	878,3	1.131,4	1.443,7
Pagos (c)	314,8	380,6	443,2	507,5	627,9	738,2	878,5	1.164,5	1.511,3
Secciones extrapresupuestarias	-3,6	-12,0	- 5,7	-12,4	-12,1	-15,4	-9,9	-12,5	- 6,3
Anexo	1,2	- 0,7	0,8	2,1	- 1,2	—	- 1,0	- 0,2	1,9
Ingresos	6,5	6,4	6,5	9,6	15,6	14,9	46,4	53,9	74,6
Pagos	-5,3	- 7,1	- 5,7	- 7,5	-16,8	-14,9	-47,4	54,1	72,7
Apéndice	-1,3	- 0,2	- 6,9	- 8,7	-10,6	-14,5	- 7,1	-17,4	- 8,7
Adicional	-3,5	-11,3	—	—	—	—	—	—	—
Recursos Locales	—	0,2	0,4	- 5,8	- 0,3	- 0,9	- 1,8	5,1	0,5
Ingresos	7,6	7,8	6,1	6,8	8,5	9,8	42,4	51,6	63,5
Pagos	-7,6	- 7,6	- 5,7	-12,6	- 8,9	-10,7	-44,2	-46,5	63,0
Crédito Oficial: Resultados (d)	2,4	2,1	0,9	0,5	1,7	3,2	5,6	6,2	9,7
Operaciones de Tesorería	6,1	- 1,8	17,4	9,7	2,0	3,2	26,9	-15,5	-13,2
Deudores (e)	2,5	1,3	4,1	- 5,0	- 2,8	—	- 2,4	-11,5	-26,1
Acreedores	4,1	- 2,6	10,0	11,9	3,8	4,7	26,5	- 7,2	18,8
Giros y Remesas	-0,5	- 0,5	3,3	2,8	1,0	- 1,5	2,8	3,2	- 5,9

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España

- (a) La financiación de estas operaciones aparece desglosada en el Apéndice 44.
 (b) Excluidos los procedentes de variación de activos y pasivos financieros. De los impuestos por renta de aduanas no se ha excluido la desgravación fiscal a la exportación. Para mayor detalle, véase Apéndice 45.
 (c) Excluida la adquisición de activos financieros y la amortización de préstamos exteriores y de deuda pública cuya carga financiera se paga con cargo al Presupuesto. Incluye los pagos por desgravación fiscal a la exportación.
 (d) Resultados de las operaciones del Tesoro con el Crédito Oficial todavía no formalizadas en Presupuesto.
 (e) No incluye, por tratarse de movimientos internos entre las Cajas del Tesoro, los anticipos del Tesoro al crédito oficial y los anticipos para dotaciones a puestos escolares.

Estado: Financiación de las operaciones no financieras (a)

m.m.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Financiación neta	-10,1	+26,6	- 1,9	- 9,4	+20,3	+ 5,7	- 22,4	+ 54,9	+ 77,4
Activos financieros (neto)	- 3,9	- 4,8	- 4,0	- 2,5	- 6,1	- 4,5	- 4,3	- 8,9	- 9,1
Ingresos	0,7	0,8	1,0	5,0	1,3	1,6	1,9	1,5	1,6
Pagos (b)	- 4,6	- 5,6	- 5,0	- 7,5	- 7,4	- 6,1	- 6,2	- 10,4	- 10,7
Crédito Oficial	-22,8	-22,4	-17,5	-26,3	-43,1	-97,6	-114,0	-146,2	-144,4
Dotaciones	-15,7	-22,4	-17,5	-25,6	-46,1	-97,3	-115,1	-147,1	-149,7
Otras cuentas (c)	- 7,1	—	—	- 0,7	+ 3,0	- 0,3	+ 1,1	+ 0,9	+ 5,3
Emisiones netas	10,5	60,7	42,8	6,5	17,8	44,1	107,8	110,0	155,8
Deuda Pública y dedudas especiales (neto) (d) ..	- 6,4	17,4	11,4	- 5,6	-6,1	- 7,7	- 7,1	13,7	30,7
Emisiones	0,6	20,0	16,0	—	—	—	—	20,0	40,0
Amortizaciones	- 7,0	- 2,6	- 4,6	- 5,6	-6,1	- 7,7	- 7,1	- 6,3	- 9,3
Cédulas para inversiones (neto) (e)	16,9	43,3	31,4	12,1	23,9	51,8	114,9	96,3	125,1
Préstamos exteriores (neto)	- 5,1	1,7	- 1,9	0,3	7,5	0,2	28,3	77,9	- 53,5
Presupuestarios	- 5,7	3,9	0,1	0,3	7,5	0,2	28,3	77,9	- 52,9
Para el Crédito Oficial	0,6	- 2,2	- 2,0	—	—	—	—	—	- 0,6
Otros pasivos financieros (f)	8,7	- 0,8	1,4	1,1	- 4,8	- 0,4	- 7,9	5,8	- 17,9
Caja General de Depósitos	0,2	0,4	- 0,2	0,3	0,5	1,3	8,9	- 7,4	- 1,7
Créditos al INI y organismos agrícolas asumidos por el Tesoro	—	-11,1	+ 0,8	+ 0,7	-17,7	+ 4,2	+ 1,8	- 43,7	+ 10,4
Recurso al Banco de España (g)	0,9	2,2	-21,2	14,0	67,3	58,5	- 42,7	67,9	136,5
Ajuste	+ 1,4	+ 0,7	- 2,1	- 2,9	- 1,1	- 0,1	- 0,3	- 0,5	—

FUENTE: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

- (a) Este cuadro proviene de la integración de las operaciones del Tesoro con el crédito oficial con el resto de las operaciones presupuestarias y extrapresupuestarias del Estado y de la inclusión de algunos otros conceptos. Véase también notas al Apéndice 43. Tras la consolidación operada aparecen como nuevos conceptos en las operaciones no financieras, los resultados del crédito oficial, y en las operaciones financieras, las del Tesoro en relación con el crédito oficial (créditos con el exterior, y otras cuentas netas). Las dotaciones al crédito oficial, las otras cuentas netas, las emisiones de Cédulas para inversión y los préstamos exteriores al crédito oficial se han recogido del Balance del Tesoro de sus operaciones con el crédito oficial. El signo (-) indica aumento de activos financieros o disminución de pasivos.
- (b) Según cifras de obligaciones reconocidas o pagos ordenados, a no disponerse de cifras de pagos realizados por este concepto.
- (c) Recoge débitos del I.C.O. al Tesoro en concepto de intereses de préstamos, y débitos del Tesoro por intereses y amortizaciones vencidas de Cédulas de Reconstrucción Nacional e Inversión.
- (d) Se excluyen las emisiones netas de Bonos del Tesoro. Se llama deuda especial a las cédulas del Instituto de Reconstrucción Nacional y a las obligaciones de RENFE, amortizadas ambas con cargo al presupuesto, al igual que las obligaciones de las Juntas del Puerto y del Ferrocarril Tángier-Fez, que también se incluyen en este epígrafe.
- (e) Las cifras se recogen del Balance del Tesoro con el crédito oficial. Desfases en la contabilización explican las discrepancias con los contenidos en el cuadro número 32 del Apéndice.
- (f) Beneficios de acuñación de moneda (los años que estos no figuran como operaciones de Tesoro) préstamos interiores, moneda retirada de la circulación por el Banco de España y aún no reconocida por el Tesoro, pago aplazado de acciones del Banco Exterior, anticipos del Banco de España para atender el servicio Financiero de Deuda y otros créditos concedidos por el Banco de España al Tesoro excepto los créditos al INI y organismos agrícolas asumidos por el Tesoro.
- (g) Recoge cuentas corrientes del Tesoro. Servicio Financiero de Deudas, Tesoro: por operaciones con el exterior y Otras Cuentas, del balance ajustado del Banco de España. Para una más amplia descripción, véase notas al cuadro 1-8 del Suplemento «Series Históricas. I - Banco de España».

Administración Central: Ingresos presupuestarios obtenidos

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Ingresos no financieros	240,7	281,6	320,0	365,7	432,5	519,1	616,0	741,5	878,3	1.131,4	1.443,5
Ingresos corrientes	240,6	281,0	319,8	365,6	432,0	518,6	615,7	741,2	878,1	1.131,1	1.443,1
Ingresos impositivos	200,6	242,9	275,1	309,3	371,0	463,7	529,5	636,7	775,1	994,2	1.258,5
<i>Impuestos directos</i>	60,7	72,3	82,0	98,6	117,6	147,5	189,6	246,4	315,1	414,3	588,6
<i>Impuestos indirectos (a)</i>	139,9	170,6	193,1	210,7	253,4	316,2	339,9	390,3	460,0	579,9	669,9
Otros ingresos corrientes	40,0	38,1	44,7	56,3	61,0	54,9	86,2	104,5	103,0	136,9	184,6
<i>Tasas y otros ingresos</i>	17,8	18,5	22,5	32,2	37,7	30,2	47,7	48,0	36,7	57,0	65,2
<i>Transferencias corrientes</i>	5,7	6,6	8,5	8,7	9,0	10,2	13,9	19,4	18,9	26,3	42,0
<i>Ingresos patrimoniales</i>	16,5	13,0	13,7	15,4	14,3	14,5	24,6	37,1	47,4	53,6	77,4
Ingresos de capital	0,1	0,6	0,2	0,1	0,5	0,5	0,3	0,3	0,2	0,3	0,4
Enajenación inversiones reales	0,1	0,6	0,2	0,1	0,4	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4
Transferencias de capital	—	—	—	—	0,1	—	—	0,1	—	—	—
Ingresos financieros	10,4	4,7	2,9	23,9	20,0	6,2	7,6	4,3	36,9	111,2	73,9
Variación activos financieros	0,8	1,0	0,7	0,8	1,0	5,0	1,3	1,6	1,9	1,5	1,6
Variación pasivos financieros	9,6	3,7	2,2	23,1	19,0	1,2	6,3	2,7	35,0	109,7	72,3
TOTAL	251,1	286,3	322,9	389,6	452,5	525,3	623,6	745,8	915,2	1.242,6	1.517,4

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

(a) No se excluyen los pagos por desgravación fiscal a la exportación.

Administración Central: Ingresos impositivos obtenidos (a)

m.m.

	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Directos	60,7	72,3	82,0	98,6	117,6	147,5	189,6	246,4	315,1	414,3	588,6
Rústica	0,9	0,9	1,1	1,5	1,7	1,6	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1
Urbana	3,2	4,0	4,5	5,3	6,3	7,6	10,2	9,6	13,4	16,5	19,0
Rendimientos del trabajo personal	14,2	17,1	21,5	27,4	34,7	49,0	69,8	93,2	125,2	187,5	300,5
Rentas de capital	6,3	7,3	8,6	10,5	11,8	14,5	15,9	19,8	47,5	60,1	80,8
Impuesto industrial (b)	8,5	9,1	9,7	11,2	12,4	13,0	16,9	17,1	22,6	25,7	29,2
Sobre la renta de sociedades (c)	19,8	25,2	27,2	31,7	37,3	45,8	57,5	69,4	77,5	89,9	99,7
Sobre la renta de las personas físicas	2,9	3,2	3,3	4,0	5,0	6,2	5,7	7,8	10,1	11,4	21,8
Impuestos sobre el capital (d)	3,1	3,5	4,2	4,2	4,5	5,7	7,0	8,3	9,5	9,4	11,6
Otros conceptos (e)	1,8	2,0	1,9	2,5	2,6	2,7	3,5	6,2	7,3	9,5	13,5
Indirectos	139,9	170,6	193,1	210,7	253,4	316,2	339,9	390,3	460,0	579,9	669,9
Transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados	15,2	19,2	22,9	25,7	32,0	41,4	53,0	60,6	69,5	88,9	104,2
Tráfico de empresas	26,6	31,9	37,8	43,8	51,3	62,3	79,9	80,3	89,4	109,1	141,8
Neto	26,6	31,9	37,8	43,8	51,3	62,3	79,9	80,3	56,8	59,4	91,3
Desgravación fiscal exportación	—	—	—	—	—	—	—	—	32,6	49,7	50,6
Especiales	16,4	18,8	21,9	25,1	27,6	30,0	31,4	31,3	41,2	48,4	49,5
Neto	16,4	18,8	21,9	25,1	27,6	30,0	31,4	31,3	30,5	32,1	33,0
Desgravación fiscal exportación	—	—	—	—	—	—	—	—	10,7	16,3	16,5
Lujo	27,3	32,9	38,9	43,7	49,7	63,1	68,4	80,3	97,7	127,7	160,5
Aduanas	35,4	43,7	47,5	49,9	65,7	83,7	97,6	113,5	119,2	161,8	156,7
Neto	23,6	28,0	28,5	24,2	32,0	42,3	44,5	50,2	91,9	120,1	114,4
Desgravación fiscal a la importación	11,8	15,7	19,0	25,7	33,7	41,4	53,1	63,3	27,3	41,7	42,3
Monopolios fiscales	18,5	23,4	23,4	21,8	26,5	35,2	8,9	23,9	42,8	43,9	57,1
Tabacos	5,0	6,2	7,1	7,0	8,1	8,9	8,7	11,6	11,6	8,0	8,0
Petróleos	13,5	17,2	16,3	14,8	18,4	26,3	0,2	12,3	31,2	35,9	49,1
Otros conceptos (f)	0,5	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,7	0,4	0,2	0,1	0,1
TOTAL	200,6	242,9	275,1	309,3	371,0	463,7	529,5	636,7	775,1	994,2	1.258,5
PRO MEMORIA:											
Desgravación fiscal exportación	11,8	15,7	19,0	25,7	33,7	41,4	53,1	63,3	70,6	107,6	109,4

FUENTE: Ministerio de Hacienda.

- (a) El que las cuentas de las Administraciones Públicas contabilice derechos contraídos en lugar de recaudaciones líquidas, explican las discrepancias que pueden observarse respecto a ellas.
- (b) Incluye licencia fiscal y cuota por beneficios.
- (c) Incluye antes de 1966 negociación de valores mobiliarios y a partir de esa fecha, impuesto especial del 4 %.
- (d) Incluye, el impuesto sobre sucesiones y, a partir de 1978, también el impuesto sobre el Patrimonio.
- (e) Comprende, fundamentalmente, la cuota de derechos pasivos de los funcionarios públicos y el canon recaudado por la Compañía Telefónica.
- (f) Comprende: derechos de compensación al papel prensa importados, otros derechos de compensación e impuestos extinguidos.

Reservas internacionales

Millones de dólares

	Reservas a 31 di- ciembre de 1978	VARIACION										
		1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1. Oro	613	—	—	-286	—	43	61	—	—	—	7	4
2. Divisas convertibles	9.017	41	134	689	1.321	1.658	1.626	-723	22	-900	1.230	3.623
3. Posición Banca delegada ...	82	8	- 2	44	-30	43	42	- 67	5	- 10	35	-6
4. Posición de reserva en F.M.I.	168	—	—	45	59	9	12	21	-146	—	—	168
5. Derechos especiales de giro .	124	—	—	44	43	53	15	6	- 16	- 37	-51	66
6. Total activos exteriores (1 a 5)	10.004	49	132	536	1.392	1.806	1.756	-763	-135	-947	1.221	3.855
7. Pasivos exteriores	6	3	394	-362	-70	- 8	-5	- 3	6	24	-30	-2
8. Reservas oficiales netas (6-7)	9.998	46	-262	898	1.462	1.814	1.761	-766	-141	-971	1.251	3.857
9. Divisas no convertibles	18	15	- 3	8	-21	-40	31	- 9	21	18	-71	27
10. Variación reservas B. de P. (8+9)	10.016	61	-265	906	1.441	1.774	1.792	-775	-120	-953	1.180	3.884

FUENTE: Banco de España.

Balanza de pagos

m. m.

	1976			1977			1978 (1)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías y oro no monetario	601,5	1.091,7	-490,2	800,3	1.267,7	-467,4	1.032,9	1.341,9	-309,0
2. Servicios	373,6	247,0	126,6	514,1	304,4	209,7	694,5	385,8	308,7
Fletes, seguros y transportes	85,4	79,5	5,9	107,7	88,2	19,5	130,3	90,7	39,6
Turismo y viajes	207,1	27,1	180,0	313,2	40,3	272,9	416,5	43,0	373,5
Rentas de inversión	25,2	58,9	- 33,7	26,7	84,6	- 57,9	49,7	134,1	- 84,4
Transacciones gubernamentales	5,5	11,2	- 5,7	6,2	15,6	- 9,4	8,9	19,0	- 10,1
Asistencia técnica y «royalties»	4,1	31,2	- 27,1	4,5	28,7	- 24,2	5,6	30,5	- 24,9
Otros servicios	46,3	39,1	7,2	55,8	47,0	8,8	83,5	68,5	15,0
BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS (1 + 2)	975,1	1.338,7	-363,6	1.314,4	1.572,1	-257,7	1.727,4	1.727,7	- 0,3
3. Transferencias	98,5	22,1	76,4	120,6	31,4	89,2	143,4	32,5	110,9
Transferencias privadas	98,5	21,0	77,5	120,6	30,7	89,9	143,4	31,4	112,0
Transferencias públicas	—	1,1	- 1,1	—	0,7	- 0,7	—	1,1	- 1,1
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (1 a 3)	1.073,6	1.360,8	-287,2	1.434,4	1.603,5	-168,5	1.870,8	1.760,2	110,6
4. Capital a largo plazo	285,5	157,0	128,5	432,8	190,6	242,2	515,4	365,3	150,0
A. Capital privado	238,5	148,2	90,3	319,6	166,1	153,5	426,6	252,4	174,2
a) Del exterior en España	217,8	95,2	122,7	269,3	97,7	171,6	366,1	151,4	214,6
Inversiones	64,5	38,4	26,1	71,3	23,5	47,8	125,6	33,6	92,0
Directas	28,0	13,4	14,7	28,9	5,8	23,1	53,4	6,9	46,5
De cartera	5,5	11,3	- 5,8	4,1	3,4	0,7	6,1	2,8	3,3
En inmuebles	13,5	1,3	12,1	18,1	0,8	17,2	33,7	0,7	33,0
Otras	17,5	12,4	5,1	20,2	13,4	6,8	32,4	23,2	9,2
Créditos	153,3	56,7	96,5	198,0	74,2	123,8	237,5	117,9	119,6
Comerciales	46,2	34,2	12,0	44,5	28,6	15,9	40,1	42,6	- 2,5
Financieros	101,2	21,2	80,0	137,5	38,6	98,9	197,3	70,5	126,8
Otros	5,9	1,4	4,5	15,9	7,0	8,9	6,1	4,8	1,3
b) De España al exterior	20,7	53,0	- 32,3	50,3	68,4	- 18,1	63,6	101,0	- 37,4
Inversiones	0,9	14,7	- 13,8	7,4	21,4	- 14,0	7,0	26,2	- 19,2
Directas	0,2	3,8	- 3,6	0,3	11,1	- 10,8	0,3	10,5	- 10,2
De cartera	0,7	1,6	- 0,9	1,5	1,6	- 0,1	1,0	1,4	- 0,3
En inmuebles	—	0,1	- 0,1	—	—	—	0,1	—	0,1
Otras	—	9,2	- 9,2	5,6	8,7	- 3,1	5,5	14,3	- 8,8
Créditos	19,8	38,3	- 18,5	42,9	47,0	- 4,1	56,6	74,7	- 18,2
Comerciales	19,3	32,4	- 13,2	41,9	42,2	- 0,3	56,1	70,4	- 14,3
Financieros	0,5	3,3	- 2,8	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	—
Otros	—	2,5	- 2,5	0,7	4,6	- 3,9	0,4	4,2	- 3,9
B. Capital público	47,0	8,8	38,2	113,2	24,5	88,7	88,7	112,9	- 24,2
a) Del exterior en España	45,7	3,4	42,3	111,0	21,8	89,2	86,6	95,6	- 9,0
b) De España al exterior	1,3	5,4	- 4,1	2,2	2,7	- 0,5	2,1	17,4	- 15,2
BALANZA BASICA (1 a 4)	1.359,1	1.517,9	-158,8	1.867,2	1.794,1	73,7	2.385,5	2.125,5	259,9
5. Capital a corto plazo	8,1	5,6	2,5	29,1	7,0	22,1	15,1	14,4	0,7
6. Instituciones bancarias privadas	231,5	180,1	51,4	382,7	321,4	61,3	387,7	381,3	6,4
Cuentas en pesetas de no residentes	5,1	—	5,1	11,8	0,4	11,4	2,4	13,5	- 11,1
Créditos interiores en divisas	226,2	180,1	46,1	370,9	317,2	53,7	383,7	367,8	15,9
Variación en la posición divisas	0,2	—	0,2	—	3,8	- 3,8	1,6	—	1,6
7. Disposición con cargo a la «Oil Facility»	5,9	—	5,9	—	—	—	—	5,2	- 5,2
8. Variaciones de reservas centrales	65,3	—	65,3	—	110,2	-110,2	—	289,7	-289,7
9. Derechos especiales de giro asignados	—	—	—	—	—	—	—	—	—
10. Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	33,8	—	33,8	—	46,9	- 46,9	27,9	—	27,9

FUENTE: Ministerio de Comercio y Turismo, Dirección General de Aduanas y Banco de España.

(1) Las cifras de ingresos y pagos de algunos de sus componentes son netas.

Balanza de pagos

Millones de dólares USA

	1976			1977			1978 (1)		
	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo	Ingresos	Pagos	Saldo
1. Mercancías y oro no monetario	8.990	16.317	-7.327	10.611	16.382	-6.221	13.257	17.541	-4.014
2. Servicios	5.578	3.692	1.886	6.656	4.036	2.620	9.133	5.061	4.072
Fletes, seguros y transportes	1.276	1.188	88	1.414	1.166	248	1.706	1.190	516
Turismo y viajes	3.095	405	2.690	4.020	534	3.486	5.488	567	4.921
Rentas de inversión	373	875	- 502	352	1.114	- 762	653	1.760	- 1.107
Transacciones gubernamentales	82	167	- 85	81	233	- 152	116	249	- 133
Asistencia técnica y «royalties»	61	466	- 405	59	387	- 328	73	398	- 325
Otros servicios	691	591	100	730	602	128	1.097	897	200
BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS (1 + 2)	14.568	20.009	-5.437	17.267	20.868	-3.601	22.660	22.602	58
3. Transferencias	1.472	330	1.142	1.558	407	1.151	1.880	428	1.452
Transferencias privadas	1.472	314	1.158	1.558	398	1.160	1.880	413	1.467
Transferencias públicas	—	16	- 16	—	9	- 9	—	15	- 15
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE (1 a 3)	16.040	20.339	-4.299	18.825	21.275	-2.450	24.540	23.030	1.510
4. Capital a largo plazo	4.267	2.347	1.920	5.710	2.491	3.219	6.727	4.853	1.874
A. Capital privado	3.565	2.216	1.349	4.144	2.184	1.960	5.592	3.322	2.270
a) Del exterior de España	3.256	1.423	1.833	3.479	1.271	2.208	4.758	2.001	2.757
Inversiones	965	575	390	926	309	617	1.665	444	1.221
Directas	419	200	219	374	76	298	708	91	617
De cartera	83	169	- 86	56	48	8	81	36	45
De inmuebles	201	20	181	234	11	223	443	9	434
Otras	262	186	76	262	174	88	433	308	125
Créditos	2.291	848	1.443	2.553	962	1.591	3.093	1.556	1.537
Comerciales	690	511	179	605	378	227	520	553	- 33
Financieros	1.512	316	1.196	1.727	498	1.229	2.494	939	1.555
Otros	89	21	68	221	86	135	79	64	15
b) De España al exterior	309	793	- 484	665	913	- 248	834	1.321	- 487
Inversiones	13	220	- 207	98	282	- 184	92	341	- 249
Directas	3	57	- 54	4	144	- 140	4	138	- 134
De cartera	10	23	- 13	18	20	- 2	14	18	- 4
En inmuebles	—	2	- 2	1	1	—	2	1	1
Otras	—	138	- 138	75	117	- 42	72	184	- 112
Créditos	296	573	- 277	567	631	- 64	742	980	- 238
Comerciales	288	487	- 198	556	567	- 11	735	922	- 187
Financieros	7	49	- 42	3	3	—	2	2	—
Otros	1	37	- 36	8	61	- 53	5	56	- 51
B. Capital público	702	131	571	1.566	307	1.259	1.134	1.530	- 396
a) Del exterior en España	682	50	632	1.537	270	1.267	1.107	1.312	- 205
b) De España al exterior	20	81	- 61	29	37	- 8	27	218	- 191
BALANZA BASICA (1 a 4)	20.307	22.686	-2.379	24.535	23.766	769	31.267	27.883	3.384
5. Capital a corto plazo	121	84	37	373	91	282	207	202	5
6. Instituciones bancarias privadas	3.468	2.693	775	4.906	4.187	719	5.115	5.021	94
Cuentas en pesetas de no residentes	77	1	76	139	6	133	30	191	- 161
Créditos interiores en divisas	3.381	2.692	689	4.767	4.146	621	5.079	4.830	249
Variaciones en la posición divisas	10	—	10	—	35	- 35	6	—	6
7. Disposiciones con cargo a la «Oil Facility»	88	—	88	—	—	—	—	70	- 70
8. Variaciones de reservas centrales	944	—	944	—	1.145	-1.145	—	3.889	-3.889
9. Derechos especiales de giro asignados	—	—	—	—	—	—	—	—	—
10. Partidas no clasificadas y diferencias de valoración	535	—	535	—	625	- 625	476	—	476

APENDICE 49

Principales medidas de política monetaria adoptadas en el período enero 1978-mayo 1979

1978	
ENERO	CREDITOS PARA REGULAR LA LIQUIDEZ BANCARIA: Se otorgan a la banca y las cajas, con fecha 14-1, créditos por 20.000 millones a un mes de plazo y tipo de interés del 11,50 %.
FEBRERO	<p>CREDITOS PARA REGULAR LA LIQUIDEZ BANCARIA: Se otorgan, el día 13-II créditos por 30.000 millones a un mes de plazo y al 5 % de interés.</p> <p>CREDITOS PARA REGULAR LA LIQUIDEZ BANCARIA: Se otorgan a la banca y a las cajas, el día 14-II, créditos por 25.000 millones a 3 meses de plazo y al 7 % de interés, consolidando operaciones día a día y a una semana. La adjudicación se hace por el sistema de reparto proporcional. El día 28 se conceden otros créditos por 15.000 millones, en las mismas condiciones que los anteriores.</p>
MARZO	<p>BONOS DEL TESORO: Se autoriza su emisión durante 1978 hasta el mismo límite de 30.000 millones vigente anteriormente. (O.M. 31-I-78).</p> <p>DEUDA PUBLICA: Se inicia una política de intervención del Banco de España en el mercado secundario de Deuda Pública encaminada a incrementar la liquidez de los títulos y a fortalecer el mercado bursátil.</p> <p>CREDITOS PARA REGULAR LA LIQUIDEZ BANCARIA: Se obliga a las cajas de ahorro a depositar antes del 20 de marzo cédulas para inversiones, resguardos de depósitos en la CECA u obligaciones INI, para garantizar estos créditos y por valor del contrato de límite que hubiesen firmado. (Carta del Banco de España a las cajas, 28-II-78).</p> <p>CREDITOS PARA REGULAR LA LIQUIDEZ BANCARIA: Se otorgan, a la banca y cajas, los días 6 y 13-III, créditos por 40.000 millones a 6 meses de plazo y al 8,25 % de interés, mediante el sistema de reparto proporcional.</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA: Se dispone que a partir de la tercera decena de abril, los activos líquidos de los bancos privados y de las cajas de ahorro en el Banco de España se computen, a efectos del coeficiente, según la contabilidad de este último. (Circulares núm. 28 y 146 del Banco de España, 28-III-78).</p>
ABRIL	<p>OPERACIONES DE LA CAJA POSTAL DE AHORROS: Se autoriza a la Caja Postal para realizar todas las operaciones permitidas a las cajas de ahorro. (R.D. 671/de 27-III-78).</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se limitan los márgenes disponibles no computables de la banca mediante una operación consistente en la colocación de bonos del Tesoro por valor de 22.300 millones de pesetas entre los siete grandes bancos, al 8,25 % de interés y plazo entre el 21 de abril y 6 de julio de 1978, garantizándose su recompra. Para realizar la operación los bancos han de utilizar obligatoriamente sus márgenes de redescuento ordinario disponible.</p> <p>TIPOS DE INTERES DE LAS OBLIGACIONES: Se eleva el tipo de interés de las del INI del 8 al 11 % anual. (R.D. 776/ de 10-III-78).</p>
MAYO	<p>BONOS DEL TESORO: Se aumenta la cifra máxima de bonos en circulación durante 1978 de 30.000 a 60.000 millones de pesetas. (O.M. 29-IV-78).</p> <p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se fija en el 1 % el porcentaje mínimo de créditos y efectos representativos de la financiación a la exportación que deben mantener las cajas dentro del coeficiente de préstamos de regulación especial, estableciéndose un período transitorio de dos trimestres, a partir del 1 de mayo, en cada uno de los cuales habrá de incrementarse en 0,5 puntos. (O.M. 29-IV-78).</p> <p>DEUDA PUBLICA: Se emiten 10.000 millones de Deuda del Estado, amortizable a los 5 años, al 9,50 % de interés y libre del Impuesto sobre las Rentas del Capital, destinada a financiar inversiones en educación. Los títulos que se emiten no son pignorables automáticamente en el Banco de España, ni computables en el porcentaje de fondos públicos de la banca, pero sí en el de las cajas. (R.D. 952/ de 2-V-78 y O.M. 8-V-78).</p>

JUNIO	<p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se establece un orden de prelación para las inversiones computables en el coeficiente de fondos públicos de manera que las adquisiciones de valores se realicen absorbiendo sucesivamente las existencias en el mercado de:</p> <ul style="list-style-type: none"> a) Títulos de renta fija emitidos por las corporaciones locales de las provincias en que la caja opere, fondos públicos del Estado y obligaciones INI. b) Obligaciones de la Compañía Telefónica, y c) Obligaciones de compañías productoras de electricidad y títulos de renta fija emitidos por otras corporaciones locales. <p>(O.M.C. 17-V-78 y Circular n.º 32 del Banco de España, 10-VI-78).</p> <p>REGIONALIZACION DE LAS INVERSIONES DE LAS CAJAS: Se dan normas sobre el cómputo de las inversiones regionales obligatorias de las cajas, considerándose computables automáticamente en el porcentaje de valores mobiliarios las realizadas en emisiones que financien directamente obras o actividades de la zona de actuación de la caja. Las demás emisiones sólo se computan si se declara particular y expresamente que benefician directamente a la zona.</p> <p>(O.M.C. 17-V-78 y Circular n.º 32 del Banco de España, 10-VI-78).</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se reduce, a partir del día 17-VI, el límite de la banca comercial en 15.000 millones.</p> <p>(Acuerdo del Banco de España, 16-VI-78).</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA DE LOS BANCOS COMERCIALES E INDUSTRIALES: Se eleva, transitoriamente, del 5,50 al 6 % entre el 21-VI y el 21-VII, fecha a partir de la cual queda fijado en el 5,75 %.</p> <p>(Circular núm. 149 del Banco de España, 16-VI-78).</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA DE LAS CAJAS DE AHORRO: Se eleva del 5,10 al 5,60 % desde el 21 al 30-VI, y al 5,70 % desde el 1 al 20-VII. Se reduce al 5,45 % a partir del 21-VII, elevándose luego en 0,10 puntos a comienzo de los meses de agosto, septiembre y octubre, hasta alcanzar en este último el 5,75 %, igual al de la banca.</p> <p>(Circular núm. 33 del Banco de España, 16-VI-78).</p> <p>CUENTAS EXTRANJERAS EN PESETAS: Se obliga a los bancos y a las cajas de ahorro con funciones delegadas a mantener depósitos equivalentes al incremento diario que experimenten, a partir del día 21-VI, el conjunto de las cuentas extranjeras para pagos en España (Cuentas A) y el conjunto de cuentas extranjeras en pesetas convertibles (Cuentas B), sin que puedan compensarse los movimientos de los dos grupos de cuentas.</p> <p>(O.M. 21-VI-78).</p> <p>TIPOS DE INTERES DE LAS CUENTAS EXTRANJERAS EN PESETAS: Se prohíbe el pago de intereses a las cuentas abiertas a partir del 22-VI-78. Respecto a las cuentas existentes en esa fecha, los depósitos a plazo dejarán de devengar intereses el día de su vencimiento y los depósitos a la vista y de ahorro a partir de la primera liquidación semestral.</p> <p>(O.M. 21-VI-78).</p>
JULIO	<p>BONOS DEL TESORO: Se aumenta la cifra máxima de bonos en circulación durante 1978 de 60.000 a 90.000 millones de pesetas.</p> <p>(O.M. 20-VII-78).</p> <p>BONOS DEL TESORO Y REDESCUENTO ORDINARIO: Se condiciona el mantenimiento de los límites vigentes de redescuento de la banca a la compra de 15.000 millones de pesetas en bonos del Tesoro el día 27-VII, de los que se suscriben 14.723 millones, y de otros 15.000 el día 3-VIII, de los que se suscriben 14.831, al 13,5 % de interés y 3 meses de plazo, facilitando el Banco de España la operación mediante la concesión de créditos, con garantía de fondos públicos de la póliza del mercado monetario, al mismo tipo de interés y por un plazo de 7 días, renovable eventualmente, de acuerdo a las circunstancias del mercado monetario. A partir de los días 27-VII y 3-VIII las líneas de redescuento experimentan reducciones equivalentes a los bonos no suscritos. Los préstamos personales se van renovando con amortizaciones parciales hasta el día 17-VIII, en que se cancelan totalmente.</p> <p>El objetivo de esta medida es incrementar los créditos de regulación de la liquidez bancaria hasta un nivel que permita a las autoridades ejercer un control monetario regular y continuo.</p> <p>(Acuerdo del Banco de España, 18-VII-78).</p> <p>BONOS DEL TESORO: Se ofrece a las cajas de ahorro, en sustitución de otras medidas de control de su liquidez, la suscripción de 10.000 millones de pesetas en bonos del Tesoro el día 28-VII y de otros 10.000 el día 4-VIII, de los que se toman 19.220, al 13,5 % de interés y 3 meses de plazo, facilitando el Banco de España la operación mediante el otorgamiento de créditos con garantía de fondos públicos de la póliza del mercado monetario, al mismo tipo de interés y plazo de 7 días, renovable de acuerdo a las circunstancias del mercado monetario. Se van concediendo</p>

JULIO	préstamos con amortizaciones parciales hasta el 18-VIII, en que se cancelan totalmente. (Acuerdo del Banco de España, 18-VII-78).
AGOSTO	<p>COMISIONES BANCARIAS: Se liberalizan las comisiones de los agentes o entidades que coloquen o, en su caso, aseguren la suscripción de títulos de renta fija. (R.D. 1851/ de 10-VII-78).</p> <p>EMISION DE VALORES INDUSTRIALES DE RENTA FIJA: Se sustituye el sistema de autorización de las emisiones por otro de anuncio previo al Ministerio de Economía. En el caso de emisiones de oferta pública se establece la obligatoriedad de publicar un prospecto de emisión con información mínima respecto a la emisión y a la entidad emisora, siendo el Ministerio de Economía quien aprobará dicho prospecto y autorizará la fecha de emisión. (R.D. 1851/ de 10-VII-78).</p>
SEPTIEMBRE	<p>COEFICIENTE DE INVERSION DE LOS BANCOS COMERCIALES: Se eleva en la práctica, al volverse al sistema tradicional de computar el coeficiente total de inversión y el porcentaje de fondos públicos de la banca, exigiendo que los porcentajes mantenidos no sean inferiores a los vigentes en cada momento, en vez del sistema transitorio introducido en abril de 1977 (coeficiente de fondos públicos: 12 % de los pasivos computables a 31-XII-76, más 13 % de los incrementos producidos a partir del 1-I-77; coeficiente total: el vigente en cada momento, disminuido en un punto, respecto a los pasivos computables a 31-XII-76, más el vigente sobre los incrementos de pasivos a partir del 1-I-77). Con esta medida se obliga a la banca a adquirir el día 25-IX, 26.801 millones de pesetas en cédulas al 4,50 % que estaban en la cartera del Banco de España debido a las compras de abril de 1977. Sin embargo, el Banco de España facilita la operación concediéndole, por el 75 % de dicho importe, créditos a 7 días, al mismo tipo de interés que las cédulas, renovables según las circunstancias del mercado monetario. Por otro lado, el Banco se compromete a sustituir parte de las cédulas por Deuda del Estado al 8 % y por cédulas para inversiones al 6 % (1). El día 2-X se renueva, por 7 días y 4,50 % de interés, el 50 % de los créditos, cancelándose totalmente el día 9. (O.M. 20-IX-78, y Carta-circular del Banco de España, 22-IX-78).</p> <p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se modifica el sistema de cómputo del porcentaje de cédulas para inversiones, elevándose en la práctica, al exigirse la cobertura del 3 % de los pasivos computables en vez del sistema transitorio establecido en abril de 1977 (1 % de los pasivos existentes a 31-XII-76, más 3 % de los incrementos experimentados por aquellas partidas desde el 1-I-77). Con esta medida se obliga a las cajas a adquirir el día 25-IX, 37.141 millones en cédulas para inversiones que estaban en la cartera del Banco de España debido a las compras de abril de 1977. Sin embargo, el Banco facilita la operación en las mismas condiciones ofrecidas a la banca, concediéndoles créditos a 7 días y 4,50 % de interés por valor del 75 % de las cédulas compradas. El 2-X se renueva el 72 % de los créditos y el 9-X el 50 %, desapareciendo a su vencimiento. (O.M. 20-IX-78 y Carta-circular del Banco de España, 22-IX-78).</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION DE LA BANCA E INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se obliga a los bancos privados y a las cajas de ahorro a constituir en el Banco de España depósitos especiales de efectivo equivalentes al déficit que presenten sus inversiones en créditos a la exportación respecto a los mínimos obligatorios. Los depósitos devengan el interés correspondiente a las consignaciones voluntarias de efectivo en la Caja General de Depósitos y no son computables en los respectivos coeficientes de caja. (O.M. 20-IX-78 y Circulares núms. 35 y 151, del Banco de España, de 22-IX-78).</p>
OCTUBRE	<p>DEUDA PUBLICA: Se emiten 30.000 millones de Deuda del Estado, interior, al 10,25 % de interés y reembolsable de una sola vez al final de su plazo de vigencia de 5 años, destinada a financiar inversiones en educación. Los títulos que se emiten no son pignorable automáticamente en el Banco de España, ni computables en el porcentaje de fondos públicos de la banca ni de las cajas de ahorro. (R.D. 2457/ de 14-X-78 y O.M. 18-X-78).</p> <p>BONOS DEL TESORO: Se ofrece la renovación por dos meses de los bonos del Tesoro a 3 meses colocados en julio y agosto, suscribiendo la banca 29.390 millones y las cajas 24.978. Los títulos se mantienen hasta el 15-XII, en que se cancelan.</p>
NOVIEMBRE	COEFICIENTE DE CAJA DE LOS BANCOS INDUSTRIALES: Se excluyen los bonos de caja y las obligaciones en circulación de los pasivos computables a efectos del coeficiente, lo que supone su práctica disminución. En la primera decena de diciembre se computarán por el 75 % de su valor, en la segunda por el 50 % y se eliminarán en la tercera. (O.M. 18-XI-78 y Circular núm. 154 del Banco de España, 20-XI-78).

(1) Véase más adelante «Deuda Pública y cédulas para inversiones», enero 1979.

NOVIEMBRE	<p>CREDITOS PARA REGULAR LA LIQUIDEZ BANCARIA: Se autoriza la revisión de los límites de los contratos de préstamos personales, actualizando al 30-IX-78 la fecha de cómputo de los recursos propios. (Acuerdo del Banco de España, 22-XI-78).</p>
DICIEMBRE	<p>REDESCUENTO ORDINARIO DE LA BANCA: Se sustituyen, con carácter voluntario, los límites de redescuento ordinario de la banca por créditos personales, formalizados en póliza, al tipo de interés básico y con la garantía de fondos públicos. (Circular núm. 155 del Banco de España, 7-XII-78).</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se amplía el límite de las líneas de redescuento de los bancos industriales cuyo porcentaje de bonos respecto a sus recursos ajenos sea menor que el correspondiente a la media total de la banca industrial, para compensar de esta manera la diferente repercusión que supuso la eliminación de los bonos del cómputo del coeficiente legal de caja. Se distribuyen 3.972 millones en proporción al déficit de cada banco respecto a la media nacional. (Acuerdo del Banco de España, 13-XII-78).</p> <p>EMISION DE VALORES INDUSTRIALES DE RENTA FIJA: Se desarrollan las normas sobre comunicación de la emisión al Ministerio de Economía, condiciones generales de la publicidad y contenido mínimo del folleto explicativo de las condiciones del empréstito. (O.M. 27-XI-78).</p>
1979	
ENERO	<p>TIPOS DE INTERES DE LAS CEDULAS PARA INVERSIONES: Se eleva el tipo de interés del 6 al 6,50 % anual. (R.D. 3081/ de 15-XII-78).</p> <p>DEPOSITOS OBLIGATORIOS REMUNERADOS DE LA BANCA Y CAJAS EN EL BANCO DE ESPAÑA: Se obliga a la banca y a las cajas de ahorro a constituir depósitos obligatorios en el Banco de España por valor del 1 % de los pasivos computables en el coeficiente de caja a 31-XII-78. Los saldos depositados no son computables en el coeficiente de caja, se remuneran al tipo básico de interés del Banco de España y deben alcanzar el nivel establecido mediante sucesivos aumentos del 0,25 % los días 20 y 30-I y 10 y 20-II-79. Los depósitos deben regularizarse los días 20 de enero, abril, julio y octubre, tomando como base los pasivos existentes a final del trimestre inmediatamente anterior. (O.M.C. 20-XII-78 y Circulares núms. 40 y 158 del Banco de España, 3-I-79).</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO DE LAS CAJAS: Se establece una línea de redescuento ordinario para las cajas de ahorro por valor, en un principio, del 10 % de los recursos propios de cada entidad al 30-IV-78. La operación se formaliza mediante una póliza de crédito personal garantizada con fondos públicos. Las cantidades dispuestas no pueden superar el 80 % de la cartera de efectos y devengan el tipo básico de interés del Banco de España. (Acuerdos del Banco de España, 28-II y 5-IV-78 y Circular núm. 41 del Banco de España, 3-I-79).</p> <p>COEFICIENTES DE CAJA E INVERSION DE LA BANCA: Se dan normas sobre la contabilización de los saldos de las cuentas de ahorro del emigrante con el fin de evitar diferencias de interpretación, equiparándolos, a efectos de los coeficientes legales, con las cuentas extranjeras en pesetas convertibles y excluyéndolos, por tanto, de los pasivos computables a efectos del coeficiente de caja y del coeficiente de inversión. La medida supone la eliminación de pasivos computables por valor de unos 30.000 millones de pesetas. (Circular núm. 159 del Banco de España, 3-I-79).</p> <p>DEUDA PUBLICA: Se dispone la emisión de 24.800 millones de pesetas en Deuda del Estado, interior, al 6,50 % de interés, amortizable de una vez al fin de su plazo de vigencia de 10 años, destinada a financiar los sectores siderúrgico y de construcción naval. Los títulos que se emiten no son pignorables automáticamente en el Banco de España pero sí son aptos para la cobertura en los coeficientes de fondos públicos de los bancos y de las cajas de ahorro, quedando asimilados a las cédulas para inversiones en cuanto al subcoeficiente que de éstas deben mantener las cajas. El 15 de enero la banca suscribe 10.395 millones y las cajas de ahorro 14.405. (R.D. 3089/ de 29-XII-78 y O.M. 3-I-79).</p> <p>CEDULAS PARA INVERSIONES: Se lleva a efecto, dentro del conjunto de operaciones acordadas en septiembre para aumentar al 6 % la rentabilidad de las cédulas adquiridas en esa fecha por las entidades de crédito, una sustitución de cédulas al 4,50 % por cédulas nuevas al 6,50 % canjeándose el 30 de enero 11.481,5 millones a la banca y 19.486,1 a las cajas. Las nuevas cédulas son emitidas por el Tesoro, siendo adquiridas las antiguas por el Banco de España. Simultáneamente, el Banco de España adquiere de las entidades bancarias otros 24.800 millones de pesetas de cédulas al 4,5 %, equivalentes al importe de la emisión descrita en el epígrafe anterior.</p>

ENERO	<p>BONOS DEL TESORO: Se autoriza su emisión durante 1979 hasta el límite de 100.000 millones, lo cual supone una elevación de 10.000 millones sobre el vigente anteriormente. (R.D. 43/ de 11-I-79 y O.M. 12-I-79).</p> <p>MONEDA EXTRANJERA: Se modifica la regulación de las cuentas extranjeras en divisas convertibles, aumentando la capacidad de endeudamiento exterior de las entidades delegadas del doble al triple del capital desembolsado más las reservas y extendiendo el empleo de los recursos obtenidos, previa conformidad del Banco de España, a la financiación de exportaciones de servicios. También se flexibiliza la simetría exigida entre plazos de vencimiento de recursos y colocaciones, distinguiendo entre colocaciones en otras entidades delegadas o en el extranjero, cuya suma hasta un determinado plazo debe alcanzar como mínimo el 75 % de los recursos conseguidos hasta ese plazo, y colocaciones para financiar la clientela residente, cuyo plazo de vencimiento es libre. (Circular núm. 9 D.E. del Banco de España, 22-I-79).</p> <p>MERCADO A PLAZO DE DIVISAS: Se modifica la regulación del mercado a plazo de divisas, ampliando los plazos máximos de contratación de 6 a 12 meses y flexibilizando los requisitos exigidos para la contratación. (Circular núm. 10 D.E. del Banco de España, 22-I-79).</p> <p>TIPOS DE INTERES DE LOS PRESTAMOS PARA VIVIENDAS: Se fija en el 11 % el tipo de interés aplicable a los préstamos para la financiación de las viviendas de protección oficial, computables en el coeficiente de inversión de la banca privada y en las inversiones obligatorias de las cajas. (OM. 24-I-79).</p>
FEBRERO	<p>BONOS DEL TESORO: Se aumenta el límite máximo de los bonos en circulación de 100.000 a 150.000 millones de pesetas. (R.D. 193/ de 2-II-79).</p> <p>BONOS DEL TESORO: Se regula la emisión de bonos del Tesoro y el funcionamiento del mercado secundario. Las ventas se instrumentan mediante operaciones de venta con recompra posterior, que exigen la apertura de una cuenta corriente de valores en el Banco de España-Madrid, pudiendo la banca aceptar las condiciones de plazo e interés propuestas diariamente por el Banco de España o aceptar éste las propuestas efectuadas por la banca en dos rondas posteriores. Igualmente puede el Banco recomprar anticipadamente los bonos que le sean ofrecidos por las entidades tenedoras, al tipo de interés que fije libremente. La compraventa de bonos en el mercado secundario se centraliza en el Banco de España mediante las correspondientes anotaciones en las cuentas corrientes de valores y de efectivo de las entidades participantes. (Circulares núms. 43 y 162 del Banco de España, 26-II-79).</p> <p>CREDITOS PARA REGULAR LA LIQUIDEZ BANCARIA: Se dispone la concesión de créditos personales, a un día y al tipo de interés previamente anunciado por el Banco de España, destinados a satisfacer las necesidades de tesorería, no cubiertas por el juego del mercado interbancario o mercado ordinario, de las entidades poseedoras de bonos del Tesoro. Sin embargo, las autoridades no se comprometen a conceder, automáticamente, más de 4 préstamos personales en el plazo de 30 días. Con esta medida se pretende introducir criterios objetivos en el funcionamiento de este sector del mercado monetario. (Circulares núms. 43 y 162 del Banco de España, 26-II-79).</p> <p>COEFICIENTE DE CAJA DE LAS COOPERATIVAS DE CREDITO Y CAJAS RURALES: Se introduce, a partir del 27-II-79, un coeficiente mínimo de caja equivalente al 5,75 % de los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo, con exclusión de los saldos interbancarios. Se consideran activos computables la caja y los depósitos y disponibles en el Banco de España. Se establece un período de adaptación hasta el 1-I-81, encomendándose al Banco de España su eventual modificación dentro de los límites mínimo y máximo del 5 y 9 % (R.D. 2860/ de 3-XI-78 y O.M. 26-II-79).</p> <p>COEFICIENTE DE GARANTIA DE LAS COOPERATIVAS DE CREDITO Y CAJAS RURALES: Se introduce un coeficiente mínimo de garantía del 8 % de sus depósitos a la vista, de ahorro y a plazo, exclusión hecha de los saldos interbancarios, concediéndose un plazo de adaptación hasta el 30-VI-83 y delegándose en el Banco de España su eventual modificación dentro de los límites mínimo y máximo del 7 y 10 %. En el numerador se computa el capital desembolsado y las reservas expresas de la entidad. (R.D. 2860/ de 3-XI-78 y O.M. 26-II-79).</p> <p>COEFICIENTE DE INVERSION OBLIGATORIA DE LAS COOPERATIVAS DE CREDITO Y CAJAS RURALES: Se introduce un coeficiente mínimo de inversión equivalente al 20 % de los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo, con exclusión de los saldos interbancarios, estableciéndose un período de adaptación hasta el 1-I-84.</p>

FEBRERO	<p>A) Cajas rurales: Se computan como partidas activas, a) los títulos de renta fija emitidos por el I.C.O. o las E.O.C. con destino a la financiación de actividades agrarias; b) los títulos, previamente autorizados por el Ministerio de Economía, emitidos por las corporaciones locales para financiar inversiones que mejoren el medio rural y c) los títulos de renta fija cotizados en Bolsa, previamente autorizados y emitidos por empresas o instituciones agrarias. La mitad del coeficiente debe cubrirse con cédulas, bonos o títulos de renta fija del I.C.O. o de las E.O.C.</p> <p>B) Demás cooperativas de crédito: Se computan como partidas activas los mismos valores que pueden adquirir las cajas de ahorro. (R.D. 2860/ de 3-XI-78 y O.M. 26-II-79).</p> <p>COEFICIENTE DE PRESTAMOS DE REGULACION ESPECIAL DE LAS COOPERATIVAS DE CREDITO Y CAJAS RURALES: Se introduce un coeficiente del 10 % de los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo, con exclusión de las cuentas de moneda extranjera y los saldos interbancarios, estableciéndose un periodo de adaptación hasta el 1-I-84.</p> <p>Los préstamos se sujetan a las condiciones y tipos de interés fijados para las operaciones de regulación especial de las cajas de ahorro y, en el caso de cajas rurales, deben limitarse a los sectores agrícolas, forestal o ganadero y a la mejora del medio rural, financiando obras o actividades de la zona donde operan. (R.D. 2860/ de 3-XI-78 y O.M. 26-II-79).</p> <p>CARTERA DE VALORES DE LAS COOPERATIVAS DE CREDITO Y CAJAS RURALES: Se establece un límite a la tenencia de valores de renta variable igual al de la banca comercial, de forma que la suma de los valores de esta clase más las inmovilizaciones en edificios y mobiliario no puedan rebasar la cifra de capital y reservas, autorizándose un plazo de acomodación de 2 años a partir del 27-II-79. (R.D. 2860/ de 3-XI-78 y O.M. 26-II-79).</p> <p>OPERACIONES DE LAS COOPERATIVAS DE CREDITO Y LAS CAJAS RURALES: Se autoriza el acceso directo de las cooperativas de crédito y las cajas rurales a las Cámaras de Compensación, oficiales o privadas. (R.D. 2860/ de 3-XI-78 y O.M. 26-II-79).</p>
MARZO	<p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se autoriza a las cajas que incumplan el coeficiente de fondos públicos debido a minusvalías en su cartera de valores ocasionadas por la aplicación del R.D. 2219 de 25-VIII-77, sobre regularización de balances, para cubrir el déficit en el plazo máximo de un año a partir de la regularización, con cargo a la disminución mensual del coeficiente. (Circular núm. 44 del Banco de España, 9-III-79).</p> <p>DEPOSITOS OBLIGATORIOS REMUNERADOS DE LA BANCA Y CAJAS EN EL BANCO DE ESPAÑA: Se aumentan del 1 al 2 %, a partir del 27-III-79. (Circulares núms. 45 y 163 del Banco de España, 23-III-79).</p> <p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se acuerda reducir el límite de redescuento ordinario de los bancos comerciales del 10 al 6,50 % de sus recursos propios al 31-XII-78. La disminución supone un total de 21.445,7 millones de pesetas y se lleva a cabo en dos tramos iguales los días 26-III y 2-IV-79. (Acuerdo del Banco de España, 20-III-79).</p>
ABRIL	<p>REDESCUENTO ORDINARIO: Se acuerda dejar indisponible a partir del 17-IV, el límite total de redescuento que la banca comercial tiene señalado, lo que supone una disminución de 29.563 millones. La medida tiene carácter transitorio. (Acuerdo del Banco de España, 10-IV-79).</p> <p>DEPOSITOS POR PRESTAMOS O CREDITOS EXTERIORES: Se establecen, transitoriamente, hasta el 31-X-79, depósitos de pesetas, sin interés, en el Banco de España, por el 25 % de las cantidades dispuestas sobre créditos o préstamos financieros del exterior que supongan una entrada neta de fondos. La entidad delegada a través de la cual entran los fondos debe retener las cantidades correspondientes y depositarlas en el Banco de España. La devolución se efectúa en la fecha o fechas de reembolso, en proporción a las cantidades amortizadas. (R.D. 922/ de 27-IV-79).</p> <p>COEFICIENTE DE FINANCIACION A MEDIO Y LARGO PLAZO DE LOS BANCOS COMERCIALES E INDUSTRIALES: Se obliga a la banca, transitoriamente hasta el 28-IV-80, a constituir depósitos de efectivo en el Banco de España, no remunerados, equivalentes al 1,8 % de los pasivos computables dentro del coeficiente legal de caja. Estos depósitos, que son independientes de los depósitos obligatorios remunerados y no se computan en el coeficiente legal de caja, podrán liberarse mediante la concesión de créditos con plazo medio no inferior a 3 años o la suscripción de obligaciones emitidas por sociedades españolas no financieras. Los costes financieros</p>

ABRIL	<p>de las operaciones deberán hacerse públicos. Los créditos y los valores afectados no pueden pignorararse ni computarse en el coeficiente legal de inversión. (D.L. 22/ de 15-XII-60 y O.M. 27-IV-79).</p> <p>INVERSIONES OBLIGATORIAS DE LAS CAJAS: Se disminuye el ritmo de reducción de los porcentajes de inversión en fondos públicos y en préstamos de regulación especial de las cajas, establecido en julio de 1977, del 0,25 al 0,10 % mensual, a partir de mayo. (O.M. 27-IV-79).</p> <p>DEPOSITOS OBLIGATORIOS REMUNERADOS DE BANCOS Y CAJAS EN EL BANCO DE ESPAÑA: Se elevan del 2 al 3 % a partir del 2-V-79. (O.M. 27-IV-79).</p> <p>CAMBIO EXTERIOR: Se decide, ante la fuerte afluencia de divisas, dejar que la peseta se aprecie el día 27-IV-78 hasta mejorar un 2,60 % frente al dólar. (Acuerdo de la Comisión Delegada para Asuntos Económicos).</p>
-------	--

FE DE ERRATAS

<u>Pág.</u>	<u>Línea</u>	
312	2	<p>dice: «financiación a»</p> <p>debe decir: «financiación a la exportación, experimentó un aumento. Así pues, la imposición a las cajas de un coeficiente mínimo de crédito a la exportación (1,9 % de la exportación)»</p>

